

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI
KEBIJAKAN UTANG**

(Studi pada perusahaan Farmasi yang Terdaftar di BEI tahun 2010-2014)



Skripsi

Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat meraih gelar Sarjana Manajemen
pada Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar

Oleh :

ERNA

NIM : 10600112112

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

UIN ALAUDDIN MAKASSAR

2017

PENGESAHAN SKRIPSI

Skripsi yang berjudul, **Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014**, yang disusun oleh ERNA, NIM : 10600112112, mahasiswa Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar, telah diuji dan dipertahankan dalam sidang munaqasyah yang diselenggarakan pada hari senin tanggal 09 Desember 2016 M bertepatan dengan 09 rabi'ul awal 1438 H. dinyatakan telah dapat diterima sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana dalam Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Jurusan Manajemen (dengan beberapa perbaikan).

Makassar, 29 Desember 2016 M
29 Rabiul Awal 1438 H

Dewan Penguji :

Ketua	: Prof. Dr. H. Ambo Asse, M.Ag.	(.....)
Sekretaris	: Prof. Dr. H. Muslimin Kara, M.Ag.	(.....)
Penguji I	: Lince Bulutoding, SE., M.Si., Ak.	(.....)
Penguji II	: Ahmad Efendi, SE., MM.	(.....)
Pembimbing I	: Dr. Murtiadi Awaluddin, SE., M.Si	(.....)
Pembimbing II	: Drs. Thamrin Logawali, MH	(.....)

Diketahui oleh:

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN
Alauddin Makassar,


Prof. Dr. H. Ambo Asse, M. Ag
NIP: 19581022 198703 1 002

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Mahasiswa yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : ERNA
NIM : 10600112112
Tempat/Tanggal Lahir : Talaga, 29 September 1994
Alamat : Jl. Singa Satu
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang Studi pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014.

Menyatakan dengan sesungguhnya dan penuh kesadaran bahwa skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri. Jika dikemudian hari terbukti bahwa karya ini merupakan duplikat, tiruan, plagiat, atau dibuat oleh orang lain sebagian atau seluruhnya, maka skripsi dan gelar yang diperoleh karenanya batal demi hukum.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya.

Samata, 18 Juli 2017

Penyusun,



ERNA
10600112112

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur kehadiran Allah SWT. atas limpahan nikmat, rahmat dan hidayah-Nya sehingga penyusunan skripsi ini dapat diselesaikan. Shalawat dan salam tak lupa penulis panjatkan kepada baginda Rasulullah SAW. yang telah membawa umatnya dari masa kejahiliyahan menuju masa peradaban.

Skripsi ini berjudul “Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang”, disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada program Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar.

Penyelesaian skripsi ini dipersembahkan kepada Ayahanda Anwar dan Ibunda Hj.Rosma. Terimah kasih atas kasih sayang , do’a dan restunya yang senantiasa terpanjatkan untuk Penulis serta atas bantuan materil dan moril yang tidak ternilai harganya, hingga Penulis dapat menyelesaikan tugas akhir ini. Serta kepada adikku tersayang Mirna Apriani, tante Illa serta Sepupuku yang tidak bisa disebut satu persatu yang selama ini sering Penulis repotkan. Persembahan penyelesaian tugas akhir ini tidaklah sebanding harganya dengan apa yang mereka persembahkan. Namun, semoga hasil tulisan ini dapat menjadi kebahagiaan serta kebanggan bagi mereka.

Penghargaan yang setinggi-tingginya dan terimah kasih yang tak terhingga kepada Bapak Dr. Murtiadi Awaluddin, SE.,M.,Si. dan Bapak Drs. Thamrin Logawali, M.H. selaku dosen pembimbing. Atas ketulusanya dalam meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan dan arahan sejak awal hingga akhir penyusunan skripsi ini.

Penyusunan skripsi ini telah banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak. Olehnya itu, dengan niat suci dan hati yang tulus diucapkan terimah kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. Musafir Pababbari, M.Si selaku Rektor UIN Alauddin Makassar.
2. Bapak Prof. Dr. H. Ambo Asse, M.Ag selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar.
3. Ibu Rika Dwi Ayu Parmitasari, SE., M.Comm selaku Ketua Prodi Manajemen UIN Alauddin Makassar.
4. Dosen-Dosen serta Anggota Staf dan Pegawai Administrasi dalam lingkungan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Alauddin Makassar yang telah memberikan bantuan, bimbingan, dan ilmu pengetahuan selama Penulis menempuh pendidikan.
5. Seluruh Keluarga Besar Mahasiswa Manajemen UIN Alauddin Makassar Angkatan 2012 yang tidak dapat saya sebutkan namanya satu persatu. Khususnya Manajemen 5,6,7 terima kasih atas Motivasi-Motivasi yang kalian berikan Serta Rekan-Rekan Peminatan Manajemen Keuangan Angkatan 2012.

6. Sahabat-Sahabatku “yang selalu meramaikan hari-hariku” (Heri Centil, Anti yang selalu disapa Attu, Kiki alias Kikoi, Fitri Cantik, Sisi balaki dan Kiki tersayang) terima kasih atas semangat, do’a serta bantuan yang telah diberikan kepada Penulis.
7. Terima kasih kepada adik-adikku baik di “Pondok Ganiyyah” maupun di “Pondok Kadriah Cahaya Maspul”. Khususnya Sinar, Bebi dan Marwah yang selalu membantu Penulis dalam penyelesaian skripsi serta terima kasih pula kepada kakak Wahyudi atas semangat, doa dan bantuan yang telah diberikan kepada Penulis.
8. Sahabat-sahabat seperjuangan di Koperasi Mahasiswa (KOPMA) UIN Alauddin Makassar serta adik-adik di KOPMA terima kasih atas semangat dan motivasinya yang telah diberikan kepada penulis.
9. Rekan-Rekan KKN Angkatan-51 UIN Alauddin Makassar se-Kecamatan Kajang, terkhusus Rekan-Rekan satu poskoku di Desa Lembang, (Tuti, Rian, Kahar, dan Henri). Terima kasih atas semangat dan motivasinya.
10. Serta pihak-pihak yang turut andil membantu Penulis dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

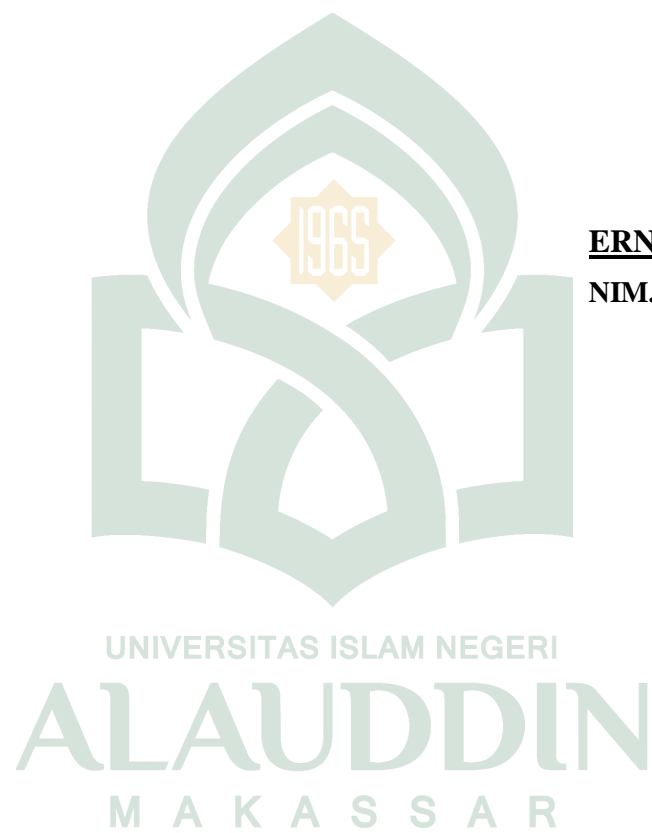
Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih terdapat di dalamnya berbagai kekurangan. Oleh karena itu, kritik dan saran yang bersifat konstruktif demi perbaikan dan pelajaran di masa yang akan datang sangat diharapkan oleh penulis.

Semoga tugas akhir ini dapat memberikan manfaat bagi kita semua dan memberi nilai bagi ilmu pengetahuan dan dijadikan referensi bagi penelitian

selanjutnya. Semoga Allah SWT. Senantiasa memberikan rahmat-Nya bagi kita semua. Aamiin Ya Robbal Aalamiin.

Wassalamu Alaikum Wr.Wb.

Samata, 18 Juli 2017



ERNA

NIM. 10600112112

DAFTAR ISI

LEMBAR JUDUL	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
ABSTRAK	ix
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	11
C. Hipotesis	11
D. Definisi Operasional Variabel	18
E. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	21
BAB II TINJAUAN TEORI	24
A. Kajian Tentang Pasar Modal.....	24
B. Kajian Terhadap Prespektif Islam.....	26
1. Kajian Prespektif Islam Tentang Pasar Modal.....	26
2. Kajian Prespektif Islam Tentang Kebijakan Dividen.....	27
3. Kajian Prespektif Islam Tentang Kebijakan Hutang	28
C. Landasan Teori	29
1. Nilai Perusahaan	29
2. Struktur Kepemilikan Manajerial.....	34
3. Kebijakan Dividen	36
4. Kebijakan Hutang	38
D. Pengaruh Kepemilikan Manajerial pada Kebijakan Utang	41
E. Pengaruh Kebijakan Dividen pada Kebijakan Utang	41
F. Pengaruh Kebijakan Utang pada Nilai Perusahaan	42
G. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Pada Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	43

H. Pengaruh Kebijakan Dividen Pada Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	45
I. Penelitian Terdahulu	47
J. Kerangka Pikir	50
BAB III METODE PENELITIAN	55
A. Jenis Penelitian dan Lokasi Penelitian	55
1. Jenis Penelitian	55
2. Lokasi Penelitian	55
B. Pendekatan Penelitian	55
C. Populasi dan Sampel Penelitian	55
D. Metode Pengumpulan Data	57
E. Teknik Analisis Data	57
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	59
A. Gambaran Umum Objek Penelitian	59
B. Deskriptif Variabel	68
C. Pengaruh Antar Variabel	77
1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	77
2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang	79
3. Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan	81
4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	82
5. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	85
D. Hasil Penelitian	88
1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	88
2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang	89
3. Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan	89
4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	90
5. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	90
E. Pembahasan	93
1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang	93

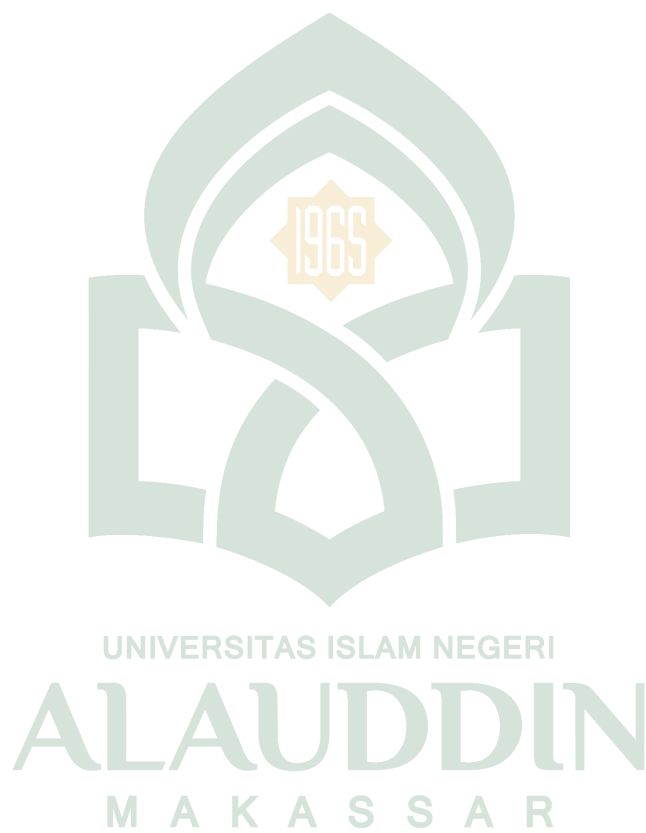
2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang	95
3. Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan	97
4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	98
5. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang	100
BAB V PENUTUP	103
A. Kesimpulan.....	103
B. Saran.....	105
DAFTAR PUSTAKA	107
LAMPIRAN-LAMPIRAN	viii

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Daftar Perusahaan Farmasi Tahun 2010-2014 yang Akan Menjadi Objek Penelitian	7
Tabel 1.2	Hasil Rata-Rata Perkembangan DER,DPR Dan Harga Saham Perusahaan Farmasi Periode 2010-2014.....	8
Tabel 2.1	Keterkaitan Antara Variabel-Variabel.....	50
Tabel 4.1	Data Struktur Kepemilikan Manajerial Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014	69
Tabel 4.2	Data <i>Dividen Payout Ratio</i> Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014	70
Tabel 4.3	Data <i>Price to Book Value</i> Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014	72
Tabel 4.4	Data <i>Debt to Equity Ratio</i> Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014	75
Tabel 4.5	Pengaruh Total Antar Variabel	92
Tabel 4.6	Indirect Effect Antar Variabel.....	93

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Grafik Perkembangan DER, DPR dan Harga Saham.....	9
Gambar 2.1	Skema Kerangka Pikir	51
Gambar 4.2	Hubungan Antar Variabel Dalam Bentuk Skema.....	91



ABSTRAK

Nama : Erna
Nim : 10600112112
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang

Tujuan penelitian ini adalah untuk : 1) mengetahui pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. 2) mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang. 3) mengetahui pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. 4) mengetahui pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang. 5) mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang.

Penelitian ini adalah menggunakan metode kuantitatif. Waktu penelitian dilaksanakan pada bulan September-Oktober 2016. Metode pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu dari publikasi yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sub sektor Farmasi yang terdaftar di BEI periode 2010-2014. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria-kriteria tertentu dan Penelitian ini menggunakan teknik analisis data dengan menggunakan SEM (*Structural Equation Modelling*) untuk pengujian hipotesis. Model ini akan memperlihatkan analisa lebih komprehensif yang menganalisa pengaruh antara variabel eksogen terhadap variabel endogen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Wahidahwati. 2) Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Djabid, Abdullah. 3) Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro memberikan hasil dimana kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. 4) Struktur kepemilikan manajerial berkontribusi negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Siallagan dan Machfoedz menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. 5) Kebijakan dividen berkontribusi positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Gordon & Bhattacharya, Myers & Majluf. Implikasi dari penelitian ini perusahaan harus memperhatikan faktor-faktor mana saja kah yang menjadikan investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan sehingga nilai perusahaan dapat ditingkatkan.

Keyword: Struktur Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Peran pasar modal di Indonesia memiliki posisi sangat penting, karena pasar modal merupakan salah satu elemen penting dalam pembangunan ekonomi nasional. Bahkan pasar modal dijadikan sebagai indikator bagi perkembangan ekonomi suatu negara.

Pasar modal merupakan suatu sarana untuk mendapatkan sumber dana dari masyarakat (investor) yang ingin berinvestasi pada semua sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia. Pasar modal juga merupakan suatu jaringan yang kompleks dari individu, dan lembaga.¹

Ada dua aspek yang terdapat pada suatu investasi yaitu pertama return yang diharapkan tercapai dan risiko tidak tercapainya return yang diharapkan. Kedua karena adanya kondisi ketidakpastian (*uncertainty*) ini menyebabkan investor yang rasional untuk mempertimbangkan risiko dan return yang akan diterima. Semakin tinggi *return* yang diterima maka semakin tinggi risikonya, semakin kecil return yang diterima maka semakin kecil pula tingkat risikonya (*high risk high return, low risk low return*). Untuk mengetahui risiko dan return saham dapat dilihat dari informasi yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif yang dimiliki perusahaan. Informasi dapat dikatakan informatif, apabila informasi tersebut dapat menumbuhkan kepercayaan investor dalam mengambil keputusan berinvestasi.

¹ D. Puteranto, Lastiyono dan Nursiam. Analisis Efisien Pasar Modal Indonesia Periode 1998 – 2000 (Studi pada PT Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 3. No. 1. April 2004.

Kepercayaan ini akan mengubah permintaan (*demand*) maupun penawaran (*supply*) terhadap sekuritas-sekuritas di pasar modal. Dengan mengetahui informasi tersebut investor diharapkan dapat mengambil keputusan yang terbaik dalam berinvestasi. Salah satu informasi kuantitatif dalam menilai kinerja perusahaan adalah laporan keuangan.

Laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang digunakan untuk menilai posisi keuangan dan kinerja perusahaan. Laporan keuangan terdiri dari neraca, laporan rugi laba, dan laporan ekuitas yang disusun berdasarkan aktual serta laporan arus kas yang berdasarkan dasar kas. Dasar aktual dalam laporan keuangan memberikan kesempatan kepada manajer memodifikasi laporan keuangan untuk menghasilkan jumlah laba (*earnings*) yang diinginkan. Laporan keuangan memuat informasi mengenai prestasi perusahaan di masa yang lalu, sehingga para investor dapat meramalkan, membandingkan dan menilai dampak keuangan yang akan timbul dari keputusan investasi yang akan diambilnya.

Tujuan setiap perusahaan baik perusahaan *go public* maupun perusahaan bukan *go public* adalah meningkatkan nilai perusahaan. Pencapaian nilai perusahaan yang tinggi tersebut dimaksudkan guna memaksimumkan tingkat kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham. Tujuan ini dapat diwujudkan dengan memaksimumkan nilai perusahaan dengan asumsi bahwa pemilik perusahaan. Dalam menjalankan usaha, pemegang saham selaku pemilik perusahaan melimpahkan kepada pihak lain yaitu manajer sehingga timbulnya hubungan keagenan.

Manajer sebagai orang yang professional diharapkan dapat bertindak atas nama pemilik untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Namun seringkali para manajer justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Hal inilah yang dapat menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*). Adanya konflik keagenan akan menurunkan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan berdampak pada kekayaan para pemegang saham. Konflik yang terjadi antara pemilik perusahaan dan manajer dapat di minimumkan dengan jalan mensejajarkan kepentingan pemilik perusahaan dengan manajer. “Mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan antara lain dengan meningkatkan kepemilikan”.²

Nilai perusahaan yang meningkat merupakan harapan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Meningkatnya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya. Nilai perusahaan tercermin pada harga saham perusahaan yang meningkat. Untuk mencapai nilai perusahaan, para pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional, yakni manajer perusahaan.

Pada hakikatnya manajer harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya boleh jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan pemilik.³

² Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):305—360

³ Syafruddin, M. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan pada Kinerja: Faktor Ketidakpastian Lingkungan sebagai Pemoderasi". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10 No.1, Juni 2006: hal. 85-99.

Ketidakkonsistenan ini terjadi karena para manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda dengan pemegang saham, terutama berkaitan dengan peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Konflik kepentingan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang menguntungkan (*unprofitable*) di atas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham. Dapat dikatakan terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal.

Konflik antara manajer dan pemegang saham umumnya disebabkan oleh pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Menentukan kebijakan pendanaan (*financing decision*) sendiri adalah salah satu dari agent action di samping kebijakan operasi dan kebijakan investasi. Konflik keagenan dapat berpotensi menyebabkan turunnya nilai perusahaan. Konflik keagenan dapat diminimalisir dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait.

Terdapat beberapa pilihan alternatif untuk mengurangi biaya agensi. Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Kedua, rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dapat ditingkatkan. Karena berkurangnya aliran kas bebas yang ada di perusahaan, manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan melalui hutang.

Kebijakan hutang sebagai salah satu mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan berkaitan erat dengan struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial diprediksi berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial membuat manajer yang juga pemegang saham turut mengalami konsekuensi dari keputusan yang dibuat. Tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko *financial distress* berupa kebangkrutan yang mengancam posisi manajemen. Dengan demikian manajer akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang. Sementara itu kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen akan mengurangi aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi. Hal ini memaksa manajer untuk meningkatkan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya. Sumber pendanaan eksternal yang umumnya dipilih oleh perusahaan berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah dengan hutang. "Hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal perusahaan".⁴

Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan dengan sifatnya yang berupa *deductible expense*, namun jumlah hutang yang melewati titik optimalnya justru akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkannya (*agency cost of debt*) lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai

⁴ Soliha, E. dan Taswan. "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9 No.2, September 2002: hal. 149-163.

perusahaan dapat tercapai. Kebijakan hutang ini tercermin pada *Debt to Equity Ratio (DER)* perusahaan.

Perusahaan farmasi menjadi salah satu pilihan yang tepat bagi investor untuk menanamkan modalnya dengan perhitungan resiko yang tidak terlalu besar untuk memperoleh keuntungan, hal ini didukung dengan perkembangan zaman yang cepat, bisnis alat kedokteran, obat-obatan, serta rumah sakit telah berkembang dengan pesat. Kementerian kesehatan menyebutkan bahwa tahun 2004 sekitar 400 juta dolar AS atau sekitar Rp 3,6 triliun keluar dari mereka yang berobat ke luar negeri. Tahun 2007, pihak Nasional Healthcare Group international Business Development menyebutkan, devisa yang dikeluarkan untuk berobat ke Singapura saja mencapai 600 juta dolar AS atau Rp 5,6 triliun. Perkiraan dan informasi berbagai pihak bahwa jumlah devisa yang dibawa keluar untuk berobat keluar negeri diperkirakan sudah mencapai Rp 10 triliun lebih, pernyataan ini sangat memperkuat bagusnya perkembangan bisnis di perusahaan perobatan.

Perusahaan farmasi merupakan perusahaan yang memiliki pangsa pasar yang besar di Indonesia. Rata-rata penjualan obat di tingkat nasional selalu tumbuh 12% -13% setiap tahunnya dan lebih dari 70% total pasar obat di Indonesia dikuasai oleh perusahaan nasional. Pertumbuhan positif industri farmasi juga dialami oleh perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Tahun 2012, sejumlah emiten menunjukkan kinerja cemerlang, seperti Kalbe Farma Tbk yang mencatat margin usaha 16 % dan Merck Tbk sebesar 15 %, hal ini menandakan perusahaan farmasi merupakan industri yang besar dan terus berkembang. Jumlah

perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif sedikit dibandingkan dengan perusahaan di bidang lainnya, hal ini pulalah yang membuat Peneliti tertarik untuk menjadikan perusahaan farmasi sebagai objek yang akan diteliti, dengan demikian Peneliti mengambil objek penelitian yaitu perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 yang akan dipaparkan pada Tabel 1.1.

Table 1.1 Daftar Perusahaan Farmasi Tahun 2010-2014 yang Akan Menjadi Objek Penelitian

No.	KODE	NAMA EMITEN
1.	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk.
2.	KAEF	PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.
3.	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk.
4.	MERK	PT. Merck Tbk.
5.	INAF	PT. Indofarma Tbk.
6.	PYFA	PT. Pyridam Farma Tbk.
7.	TSPC	PT. Tempo scan pasifik, tbk.

Sumber : ICMD, data diakses tanggal 04 Februari 2016.

Tabel 1.1 di atas menggambarkan perusahaan-perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan konsisten menerbitkan laporan keuangan setiap tahunnya. Jumlah perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI adalah 10 perusahaan. Akan tetapi hanya 7 perusahaan yang akan menjadi objek penelitian karena hanya 7 perusahaan inilah yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahunannya, seperti yang tertera pada table 1.1. Dari 7 perusahaan tersebut terdapat 2 perusahaan BUMN yaitu PT. Indofarma Tbk dan PT. Kimia Farma Tbk, sedangkan 5 perusahaan yang lainnya seperti PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk dan PT. Tempo scan pasifik, tbk, adalah milik swasta. Sebagaimana

yang ditampilkan pada Tabel 1.2. yaitu hasil rata-rata perkembangan kebijakan hutang, kebijakan dividen dan harga saham perusahaan farmasi sbb:

Tabel 1.2 Hasil Rata-Rata Perkembangan Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Dan Harga Saham Perusahaan Farmasi Periode 2010-2014

Hasil Rata-Rata	2010	2011	2012	2013	2014
Kebijakan Hutang	2.96	2.82	3.14	3.66	3.70
Kebijakan Dividen	282.93	239.63	184.77	153.95	237.9
Harga Saham (Rp)	102.996	140.279	15.322	17.040	16.340

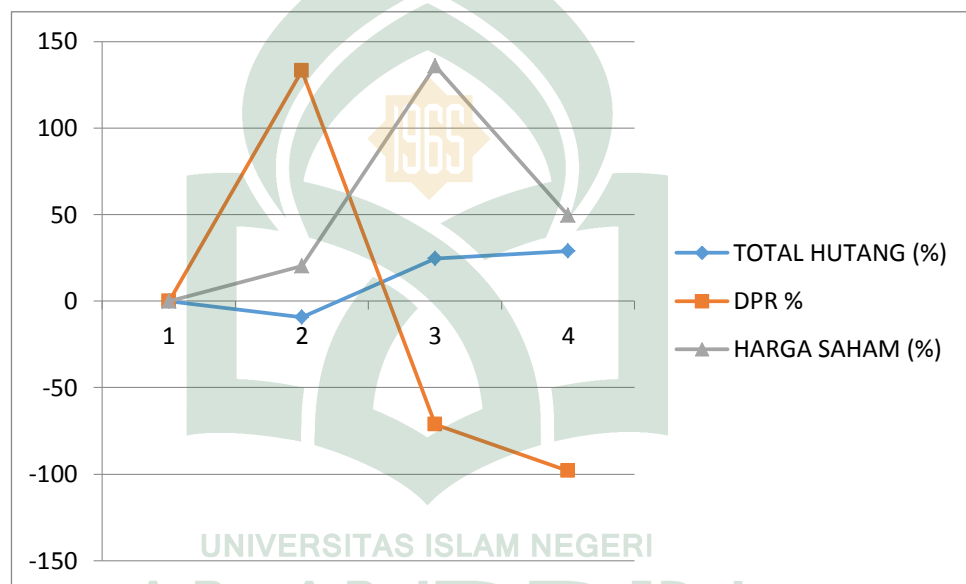
Sumber : ICMD, data diakses tanggal 04 Februari 2016.

Tabel 1.1 di atas menunjukkan bahwa hasil rata-rata kebijakan hutang perusahaan farmasi tahun 2010 sebesar 2,96. Kemudian pada tahun 2011 terjadi penurunan dalam penggunaan kebijakan hutang perusahaan sebesar 2,82. Pada tahun 2012-2014 penggunaan kebijakan hutang perusahaan farmasi mengalami peningkatan. Sedangkan hasil rata-rata kebijakan dividen perusahaan farmasi pada tahun 2010 yaitu perusahaan ini membagikan dividen sebesar 282,93 kepada para pemegang saham. Pada tahun 2011 perusahaan farmasi membagikan dividen sebesar 239,63 kepada para pemegang saham. Pada tahun 2012 perusahaan farmasi membagikan dividen sebesar 184,77 kepada para pemegang saham. Pada tahun 2013 perusahaan farmasi membagikan dividen sebesar 153,95 kepada para pemegang saham. Dan pada tahun 2014 perusahaan farmasi membagikan dividen sebesar 237,9 kepada para pemegang saham

Kemudian hasil rata-rata perkembangan harga saham perusahaan farmasi pada tahun 2010 yaitu sebesar Rp 102.996. Pada tahun 2011 harga saham perusahaan farmasi mengalami peningkatan sebesar Rp 140.279. Pada tahun 2012 harga perusahaan farmasi mengalami penurunan sebesar Rp 15.322. Pada tahun

2013 harga saham perusahaan farmasi mengalami peningkatan sebesar 17.040. Kemudian pada tahun 2014 harga saham perusahaan farmasi kembali mengalami penurunan sebesar 16.340. Sebagaimana yang ditampilkan pada gambar grafik hasil rata-rata perkembangan kebijakan hutang, kebijakan dividen dan harga saham perusahaan farmasi sbb:

Gambar 1.1 Grafik Perkembangan Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, dan Harga Saham Perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2010–2014



Sumber : ICMD, data diakses tanggal 04 Februari 2016.

Berdasarkan gambar 1.1 di atas bahwa tampak perkembangan dari ke tiga variabel mengalami fluktuasi seperti pada saat kebijakan hutang meningkat maka harga saham juga ikut meningkat tetapi DPR menurun. Sedangkan secara teori pada saat harga saham naik maka kebijakan hutang akan menurun. Begitu pula dengan DPR pada saat DPR naik maka harga saham juga ikut naik begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan uraian di atas, kebijakan hutang adalah salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dan sekaligus berpengaruh pada nilai perusahaan. Adapun penelitian terkait struktur kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan dengan berbagai macam model penelitian yang berbeda.

Salah satu penelitian yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan pada kebijakan hutang, kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif signifikan, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif namun tidak signifikan.⁵

Kondisi yang terjadi pada perusahaan inilah yang menarik untuk diteliti. Berdasarkan penelitian sebelumnya tentang struktur kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan nilai perusahaan masih belum menunjukkan hasil konsisten pada hubungan anatar variabel. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan kebijakan utang sebagai variabel *intervening* sehingga penulis mengambil judul ***“Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Uutang Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Farmasi Periode 2010-2014”***.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan dari latar belakang diatas, maka dapat dikemukakan rumusan masalahnya adalah sbb:

⁵ Soliha, E. dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. Jurnal Bisnis dan Ekonomi.

1. Apakah Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah Kebijakan Utang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia?
4. Apakah Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan utang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia?
5. Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan utang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia?

C. Hipotesis

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris.⁶

Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri

⁶ Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol.5. No.1: 1-16.

Kepemilikan manajerial atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajerial dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajerial, akan menyebabkan manajerial semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku opportunistic karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang

Pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah.⁷

Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan pembayaran beban tetap, sehingga akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio dividen yang rendah. “Untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen”.⁸ Dalam konteks ini perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi.

⁷ Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol.5. No.1: 1-16.

⁸ Eva Larasati. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Jurnal Ekonomi Bisnis, Th. 16 No. 2, Juli :103-107

Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin berhati-hati dan efisien menggunakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis kedua. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan juga akan meningkatkan jumlah utang yang digunakan. Ketika dividen tidak dibagikan atau semakin kecil utang yang akan digunakan semakin rendah.

H2: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

3. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberikan manfaat bagi perusahaan yaitu berupa penghematan pajak. Disisi lain penggunaan hutang juga akan meningkatkan biaya bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya. Jadi dalam menentukan kebijakan hutangnya, perusahaan harus mempertimbangkannya dengan lebih baik karena penggunaan hutang ini akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

kebijakan penggunaan hutang dalam perusahaan juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan biaya yang akan dikeluarkan akibat penggunaan hutang serta manfaat yang didapatkan dari penggunaan hutang.⁹

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis ketiga:

H3 : Kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

⁹ Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2010. *Dasar-dasar Manajemen keuangan*. Salemba Empat : Jakarta.

4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Di dalam permasalahan agensi, kepemilikan saham berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Saham manajerial adalah saham yang dimiliki oleh manajer pengelola, kepemilikan saham manajerial merupakan salah satu cara agar manajer tidak berperilaku *opportunistic* karena jika manajer juga ikut memiliki saham tersebut, maka manajer akan mengelola perusahaan dengan baik, dengan begitu jika perusahaan tersebut ingin melakukan hutang untuk meningkatkan investasi mereka, maka manajer akan berhati-hati karena jika terjadi *financial distress* nilai perusahaan akan menjadi turun.

Struktur kepemilikan manajerial, manajer diharapkan untuk bertindak sesuai dengan keinginan para pelaku sebagai manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam pengelolaan perusahaan akan cenderung mencoba untuk meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingan mereka sendiri.¹⁰

“Salah satu penelitian yang membuktikan bahwa di Indonesia, kenaikan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan”.¹¹ Hal ini membuktikan bahwa semakin besar kepemilikan saham manajemen maka semakin kuat kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga akan menaikkan nilai perusahaan. Keikutsertaan manajer dalam kepemilikan saham perusahaan dapat dipandang sebagai sinyal bahwa manajer menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan sehingga mereka hanya mau menanamkan modalnya jika perusahaan memiliki

¹⁰ Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas'ud. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. SNA IX.

¹¹ Sofyaningsih, Sri. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan, ownership structure, dividend policy and debt policy and firm value. *Dinamika keuangan dan perbankan*. Vol 3, No 1.

prospek pertumbuhan yang baik. Dengan demikian, kepemilikan manajerial merupakan sinyal tentang kualitas dari nilai perusahaan.

Nilai perusahaan meningkat sejalan dengan peningkatan kepemilikan manajerial sampai dengan lima persen, kemudian menurun pada saat kepemilikan manajerial lima persen sampai dengan dua puluh lima persen, dan kemudian meningkat kembali seiring dengan adanya peningkatan kepemilikan manajerial secara berkelanjutan.¹²

Konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen. Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga.

Manajer memiliki kecenderungan untuk menggunakan tingkat hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan namun untuk kepentingan oportunistik. Hal ini akan meningkatkan risiko *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Sebagai manajer sekaligus pemegang saham, tentunya ia tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan karena hal itu akan merugikannya baik sebagai manajer maupun sebagai pemegang saham. Sebagai manajer, ia akan kehilangan insentifnya dan kinerjanya juga akan dianggap buruk, sedangkan sebagai pemegang saham, ia akan kehilangan *return* yang diharapkannya saat berinvestasi atau bahkan seluruh

¹² Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas'ud. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *SNA IX*.

dana yang diinvestasikannya di perusahaan. Karena itulah manajer akan semakin berhati-hati di dalam kebijakan hutangnya. Peningkatan jumlah kekayaan pribadi yang terinvestasikan dalam perusahaan menyebabkan para manajer cenderung memperkecil hutang dalam rangka mereduksi risiko.

Kebijakan untuk menggunakan sumber pendanaan dari hutang akan memberikan manfaat pada perusahaan berupa penghematan pajak penghasilan karena sifat biaya bunga yang harus dibayar secara periodik bersifat *deductible expense*. Namun jika hutang melebihi batas optimalnya, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena timbulnya risiko yang lebih besar berupa risiko kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan hutang dibentuk pada struktur optimalnya sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Oleh karena itu, maka disusun hipotesis:

H4 : Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

5. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

“Dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan”.¹³ Sinyal positif yang diberikan manajemen melalui pembagian dividen membuat investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan.

¹³ Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi. "Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19. No.2. April 2004: hal. 176-196.

Bird in the hand theory memandang bahwa dividen yang tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan.

Pembayaran dividen secara tunai, dana yang tersedia untuk reinvestasi akan semakin rendah. Kebijakan dividen ini selanjutnya dapat menyebabkan terjadinya perilaku *pecking order* oleh perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa apabila *internal equity* yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi masalah kebutuhan dana, maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal mulai yang paling kecil risikonya, yaitu hutang.¹⁴

“Pembagian dividen yang tinggi berarti perusahaan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya dan menjaga struktur modal optimalnya tetap”.¹⁵ Tingkat hutang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, berkaitan dengan penghematan pajak penghasilan. Karena sifat biaya bunga yang *deductible*, penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan hutang diduga sebagai variabel intervening dalam pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka disusun hipotesis:

¹⁴ Karsana, Y.W. dan Supriyadi.. "Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XI No.2. September 2005: hal. 234-253.

¹⁵ Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi. "Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19. No.2. April 2004: hal. 176-196.

H5 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

D. Defenisi Operasional dan Ruang Lingkup Penelitian

1. Definisi Operasional

a. Variabel Exogenous

Variabel Exogenous adalah variabel yang nilainya tidak dipengaruhi/ditentukan oleh variabel lain di dalam model; variabel eksogen yang digunakan yaitu Struktur Kepemilikan Mnajerial (X1) dan Kebijakan Dividen (X2). Variabel *exogenous* yaitu dalam suatu model jalur ialah semua variabel yang tidak ada penyebab-penyebab eskplisitnya atau dalam diagram tidak ada anak-anak panah yang menuju kearahnya, selain pada bagian kesalahan pengukuran. Jika antara variabel *exogenous* dikorelasikan maka korelasi tersebut ditunjukkan dengan anak panah dengan kepala dua yang menghubungkan variabel-variabel tersebut.

b. Variabel Endogenous

Variabel Endogenous adalah variabel yang nilainya dipengaruhi/ditentukan oleh variabel lain di dalam model, variabel endogenous yang digunakan dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan (Y1) dan kebijakan utang (Y2). Variabel *endogenous* ialah variabel yang mempunyai anak-anak panah menuju kearah variabel tersebut. Variabel yang termasuk didalamnya ialah mencakup semua variabel perantara dan tergantung. Variabel perantara *endogenous* mempunyai anak panah yang menuju kearahnya dan dari

arah variabel tersebut dalam suatu model diagram jalur. Sedang variabel tergantung hanya mempunyai anak panah yang menuju ke arahnya.

Jalur penyebab untuk suatu variabel yang diberikan meliputi pertama jalur-jalur arah dari anak-anak panah menuju ke variabel tersebut dan kedua jalur-jalur korelasi dari semua variabel *endogenous* yang dikorelasikan dengan variabel-variabel yang lain yang mempunyai anak panah menuju ke variabel yang sudah ada tersebut. Berikut adalah variabel operasional yang akan digunakan dalam penelitian ini.

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*Manajerial Ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh manajer dalam perusahaan. “Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.”¹⁶

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100 \%$$

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan salah satu kegiatan manajer keuangan untuk memutuskan mengenai pembagian dividen kepada para pemegang saham dari laba yang didapat oleh perusahaan atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi masa depan.

¹⁶ Haruman, T. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Survey pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". Jurnal SNA XI Pontianak. 2008.

Kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend payout ratio* dapat dirumuskan dengan perbandingan *dividen per share* dengan *earning per share* dalam satuan persentase sebagai berikut:¹⁷

$$DPR = \frac{DPS \text{ (Dividen Per Lembar Saham)}}{EPS \text{ (Laba Bersih per Lembar Saham)}} \times 100\%$$

3. Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan (NP) sebagai nilai pasar, karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran kepada pemegang saham secara maksimum apabila harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi tingkat kemakmuran dari pemegang saham. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *price book value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga pasar penutupan dari saham perusahaan yang bersangkutan pada akhir tahun dengan nilai buku saham. “Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh”.¹⁸ Persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Diproksikan dengan *Price Book Value*.

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

4. Kebijakan Hutang

¹⁷ Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Penerbit : Udayana University Press.

¹⁸ Hardiningsih, Pancawati. “Determinan Nilai Perusahaan.” *Dalam JAI* 5.2 (2009): 231-250.

“Kebijakan perusahaan dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dalam kegiatan operasional perusahaan. Diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio*”.¹⁹

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

2. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan dilaksanakan dengan mengambil data keuangan atau laporan keuangan di Bursa Efek Indonesia mengenai *MOWN*, *Dividen Payout Ratio (DPR)*, *PBV*, dan *DER*. Data yang diambil yaitu mulai dari tahun 2010 sampai dengan 2014. Ruang lingkup penelitian ini yaitu membahas variabel bebas (independen) yaitu *MOWN* dan *Dividen Payout Ratio (DPR)*(X). Sedangkan variabel terikat (dependen) yaitu *PBV*(Y) serta *DER* sebagai variabel intervening.

E. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1. Tujuan Penelitian

Sehubungan dengan adanya permasalahan diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

- Untuk mengetahui dan menganalisis Pengaruh Struktur Kepemilikan manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.
- Untuk mengetahui dan menganalisis Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.

¹⁹ Haruman, T. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Survey pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". Jurnal SNA XI Pontianak. 2008

- c. Untuk mengetahui dan menganalisis Pengaruh Tidak Langsung Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.
- d. Untuk mengetahui dan menganalisis Pengaruh Tidak Langsung Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.

2. Kegunaan Penelitian

a. Manfaat Teoritis

Hasil Penelitian ini secara teoritis diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran dalam memperkaya wawasan konsep peneliti maupun bagi investor dan memberikan kesempatan kepada peneliti untuk menganalisis masalah dan hal-hal yang terdapat di perusahaan sebagai objek yang diteliti dengan mengembangkan dan menerapkan teori-teori yang telah diperoleh selama kuliah sehingga dapat menambah wawasan, pengalaman, dan meningkatkan kematangan berfikir dalam pengambilan keputusan.

b. Manfaat Praktis

Hasil penelitian ini secara praktis diharapkan dapat menyumbangkan pemikiran terhadap pemecahan masalah yang berkaitan dengan masalah nilai perusahaan. Selanjutnya Memberikan masukan tentang faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan pada suatu perusahaan sehingga dapat digunakan untuk pengambilan kebijaksanaan di masa yang akan datang dan sebagai pertimbangan untuk dapat lebih baik meningkatkan kinerja perusahaan agar lebih efektif dan efisien dalam mencapai laba yang optimal. Serta dapat menambah dan

memperluas pengetahuan di bidang manajemen keuangan sehingga dapat dijadikan sebagai sumbangan pemikiran dan kajian untuk permasalahan yang sama dengan masalah yang diteliti khususnya mengenai Nilai Perusahaan dalam suatu perusahaan.



BAB II

TINJAUAN TEORI

A. *Kajian Tentang Pasar Modal*

Pasar modal merupakan salah satu bagian dari pasar finansial yang menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi yaitu dengan mengalokasikan dana secara efisien dari pihak yang memiliki dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Sedangkan fungsi keuangannya dapat ditujukan oleh kemungkinan adanya perolehan imbalan bagi pihak yang memberi dana sesuai dengan karakteristik investasi yang mereka pilih.

Pasar modal menjadi salah satu pilihan bagi investor dalam menyalurkan dana yang mereka miliki. Pasar modal menjadi tempat pertemuan antara pihak yang memerlukan dana (sisi *demand*) dan pihak yang menyediakan dana (sisi *supply*) dengan resiko untung rugi.²⁰

Pasar Modal (capital market) adalah suatu mekanisme yang memungkinkan pertemuan antara penawaran (penjual) dan permintaan (pembeli) untuk melakukan jual-beli modal. “Secara umum, pasar demikian disebut bursa, exchange, atau market, sedangkan modal yang di perjualbelikan”.²¹ Di istilahkan dengan efek atau sekuritas (*securities, stock*), maka di Indonesia pasar modal juga disebut Bursa Efek.

²⁰ Mar’ati, Fudji Sri. “Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia.” *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan (JIMAT)* 3.2 (2012).

²¹ Mutamimah. Pasar Modal Efisien vs Pasar Modal Over Faction. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Tinjauan Teoritis*, Fakultas Uni Islam Sultan Agung Semarang. Vol. 5. April 2004.

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya.

Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.²²

Adapun Fungsi pasar modal antara lain sebagai berikut.

1. Sumber dana jangka panjang.
2. Alternatif investasi.
3. Alat restrukturisasi modal perusahaan.
4. Alat untuk melakukan divestasi.

Pembentukan pasar modal memiliki tujuan sebagai berikut:

- a. Menghimpun kesempatan kepada masyarakat untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.
- b. Memberi kesempatan kepada masyarakat untuk ikut memiliki perusahaan dan ikut menikmati hasilnya (laba).

Keuntungan yang diperoleh dengan adanya pasar modal antara lain:

1. dunia usaha dapat memperoleh tambahan modal untuk meningkatkan hasil produksinya.
2. penanaman modal (investor) memperoleh keuntungan dari investasinya.
3. orang-orang yang terkait dalam pasar modal dapat memperoleh penghasilan dari kegiatan di bursa efek.

²² D. Puteranto, Lastiyono dan Nursiam. Analisis Efisien Pasar Modal Indonesia Periode 1998 – 2000 (Studi pada PT Bursa Efek Jakarta). Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol 3. No. 1. April 2004.

4. pemerintah mendapat tambahan pajak.

Kelemahan dengan adanya pasar modal adalah:

- a. mendorong spekulasi untuk pihak yang terkait (terutama investor).
- b. jika harga kurs menurun maka akan menimbulkan kerugian bagi investor.

B. Kajian Terhadap Prespektif Islam

1. Kajian Prespektif Islam Tentang Pasar Modal

Berikut adalah beberapa ayat Al-qur'an utama yang membahas tentang prinsip pasar modal syariah ditinjau dari akad-akad yang digunakan dalam efek pasar modal syariah. Firman Allah SWT QS. an-Nisa' [4]: 29:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً
عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ۚ ٢٩

Terjemahnya :

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu”.²³

Ayat diatas disinggung yang dimaksud „*makan*” disini adalah segala bentuk tindakan, baik mengambil atau menguasai. Harta-harta kamu, meliputi seluruh jenis harta, semuanya termasuk kecuali bila ada dalil syar’i yang menunjukkan kebolehnya. Meskipun yang disebutkan di sini hanya “*makan*”, tetapi yang dimaksud adalah segala bentuk transaksi, baik penggunaan maupun pemanfaatan.

Kata *amwalakum* yang dimaksud adalah harta yang beredar dalam masyarakat. *Amwalakum* (harta kamu) adalah baik yang ditanganmu sendiri maupun yang ditangan orang lain. Lalu harta kamu itu, dengan takdir dan karunia

²³ Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya : Syaamil, QS. an-Nisa' [4]: 29

Allah SWT ada yang diserahkan ketanganmu dan ada pula yang diserahkan ketangan kawanmu yang lain. Oleh karena itu betapapun kayanya seseorang janganlah sekali-kali ia lupa bahwa pada hakikatnya kekayaan itu adalah kepunyaan bersama juga.

2. Kajian Prespektif Islam Tentang Kebijakan dividen

Syariah Islam dividen disebut dengan mudarabah (bagi hasil) yang merupakan salah satu bentuk bagi hasil musyarakah dari keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan. Disebut sebagai musyarakah karena didalamnya terdapat beberapa (banyak) pemegang saham. Bagi hasil tersebut tidak bisa ditetapkan nilainya awal kontrak, akan tetapi pada saat keuntungan riil telah diperoleh oleh perusahaan. Keuntungan dalam bagi hasil selalu berbanding lurus dengan tingkat risiko. Dalam bagi hasil, kedua belah pihak yang terikat kontrak tidak boleh membebankan keuntungan maupun kerugian hanya pada satu pihak saja. Semakin tinggi keuntungan yang diharapkan, maka semakin tinggi pula tingkat risiko yang harus ditanggung (dihadapi), begitu pula sebaliknya.

Kegiatan investasi dianjurkan untuk tidak memakan harta partner kerja atau partner investasi dan ketika waktu mendapatkan keuntungan telah tiba, dianjurkan untuk membagikan hasil (laba) yang diperoleh kepada pihak-pihak terkait. Sehingga dalam Al-Qur'an surah Al-An'am ayat 141, ditegaskan agar dalam segala kegiatan investasi dapat saling memberikan keuntungan satu sama lain.

﴿وَهُوَ الَّذِي أَنْشَأَ جَنَّاتٍ مَّعْرُوشَاتٍ وَغَيْرَ مَعْرُوشَاتٍ وَالنَّخْلَ وَالزَّرْعَ مُخْتَلِفًا أَكْلُهُ وَالزَّيْتُونَ وَالرُّمَّانَ مُتَشَبِهًا وَغَيْرَ مُتَشَبِهٍ كُلُوا مِنْ ثَمَرِهِ إِذَا أَثْمَرَ وَءَاتُوا حَقَّهُ يَوْمَ حَصَادِهِ وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ ١٤١﴾

Terjemahnya:

“Dan Dialah yang menjadikan kebun-kebun yang berjunjung dan yang tidak berjunjung, pohon korma, tanam-tanaman yang bermacam-macam buahnya, zaitun dan delima yang serupa (bentuk dan warnanya) dan tidak sama (rasanya). makanlah dari buahnya (yang bermacam-macam itu) bila dia berbuah, dan tunaikanlah haknya di hari memetik hasilnya (dengan disedekahkan kepada fakir miskin); dan janganlah kamu berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang yang berlebih-lebihan”.²⁴

Ayat diatas disinggung mengenai pembagian keuntungan atau laba perusahaan, yang sebagian merupakan hak orang lain investor. Pembagian keuntungan disini dapat berupa dividen, namun dapat pula berupa laba ditahan yang tidak dibagikan kepada para investor namun akan digunakan kembali untuk kegiatan operasional perusahaan. Dengan tujuan untuk lebih meningkatkan laba perusahaan, selain dalam Al-Quran surah Al-An'am ayat 141. Mengenai pembagian hasil atau laba kepada investor atau pihak-pihak yang memiliki hak terhadap laba tersebut, juga dijelaskan dalam hadis riwayat bukhori yang artinya:

Dari Abu Hurairah ra telah datang seseorang pada Nabi lalu sahabat bermaksud memerangnya, maka Nabi bersabda. “Biarkanlah dia, karena sesungguhnya bagi yang mempunyai hak, mempunyai pendapat”. Kemudian Nabi bersabda. “berikanlah unta yang sesuai dengan miliknya”. Sahabat berkata “kecuali lebih baik dari unta miliknya”. Nabi menjawab “berikanlah padanya, karena sesungguhnya sebaik- baik kamu adalah yang paling baik di antara kamu dalam memberi pembayaran”.²⁵

3. Kajian Prespektif Islam Tentang Kebijakan Hutang

Kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Islam menganjurkan umatnya untuk segera melunasi hutang ketika sudah sampai pada jangka waktu yang telah ditentukan sesuai dengan kesepakatan pihak terkait. Sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an surah Al-Maidah ayat 1:

²⁴ Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya : Syaamil.

²⁵ M. Quraish Shihab, Tafsir Al-Misbah (Volume 2; Jakarta: Lentera Hati, 2009), h.497-499.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحْلَتْ لَكُمْ بِهِمَّةُ الْآنْعَمِ إِلَّا مَا يُتْلَى
عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحْلِي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ ۝١

Terjemahnya :

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya”.²⁶

Aqad yang dimaksudkan pada ayat tersebut adalah perjanjian, baik itu kepada Allah SWT, maupun perjanjian yang dibuat oleh manusia dalam pergaulannya, termasuk di dalamnya yaitu perjanjian dalam memenuhi kewajiban (hutang). Keuntungan yang diperoleh perusahaan bukan sekedar untuk perluasan usaha (ekspansi), tapi juga untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam melunasi hutangnya.

C. Landasan Teori

1. Nilai Perusahaan

Nilai suatu perusahaan menggambarkan kemakmuran pemegang sahamnya sehingga nilai perusahaan yang tinggi menjadi harapan bagi para pemegang saham yang menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan berarti semakin tinggi pula nilai suatu perusahaan. Peningkatan dan pengoptimalan nilai perusahaan seringkali menjadi tujuan jangka panjang dari suatu perusahaan.

²⁶ Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya : Syaamil, QS Al-Maidah ayat 1

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan pada akhirnya akan berdampak pada nilai perusahaan.²⁷

Christiawan dan Tarigan dalam penelitiannya mengungkapkan beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, yaitu nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku, dan nilai likuidasi. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif.

Nilai pasar yang seringkali disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Karena sifatnya ini, nilai pasar hanya dapat ditentukan jika perusahaan memperdagangkan sahamnya di pasar modal. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung berdasarkan konsep akuntansi. Nilai buku perusahaan dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Sementara nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai ini merupakan hak para pemegang saham yang dapat dihitung dengan cara yang sama dengan nilai buku yakni berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi. Jika mekanisme pasar berfungsi dengan baik, maka harga saham tidak mungkin berada di bawah nilai likuidasi.

²⁷ Wahyudi, U. dan H.P. Pawestri. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX* Padang 2006.

Investor dapat menggunakan nilai buku untuk memperkirakan batas bawah harga saham sehingga nilai ini dapat digunakan sebagai batas aman mengukur nilai perusahaan untuk keperluan investasi. Namun terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan mengenai konsep nilai buku ini.²⁸

Pertama, sebagian besar aset dinilai dalam nilai historis sehingga dapat terjadi kemungkinan beberapa aset yang dijual dengan harga jauh lebih tinggi dari nilai bukunya. Kedua, adanya aset tak berwujud dalam aset dalam likuidasi sering tidak memiliki nilai jual. Ketiga, nilai buku sangat dipengaruhi oleh metode dan estimasi akuntansi seperti metode penyusutan aset tetap, metode penilaian persediaan dan sebagainya. Yang terakhir, ada kemungkinan timbul kewajiban - kewajiban yang tidak tercatat dalam laporan keuangan karena belum diatur pelaporannya oleh standar akuntansi keuangan. Nilai perusahaan dipandang sebagai sesuatu yang sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi maka akan diikuti dengan tingginya kemakmuran pemegang saham.

Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut.²⁹

Penelitian sekarang mengukur nilai perusahaan dengan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV) sebagai proksinya. Rasio ini untuk digunakan untuk menghindari kelemahan-kelemahan yang dimiliki oleh nilai buku. Rasio ini dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Oleh beberapa peneliti rasio ini dianggap mampu menggambarkan nilai perusahaan.

²⁸ Christiawan, YJ. dan J. Tarigan. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9 No. I, Mei 2007: hal. 1-8.

²⁹ Fenandar, Gany Ibrahim dan Surya Raharja. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal Of Accounting*, 2012. h:1-10

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini.

Masyarakat menilai dengan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tertentu sesuai dengan persepsi dan keyakinannya. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat, dan ini adalah tugas dari manajer sebagai agen yang telah diberi kepercayaan oleh para pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaannya. “Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham”.³⁰ Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset. “Aspek-aspek sebagai pedoman perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan adalah sebagai berikut :”³¹

1. Menghindari resiko yang tinggi bila perusahaan sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindari tingkat resiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi

³⁰ Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen Keuangan* 1 dan 2 Edisi 11. Jakarta: Erlangga.

³¹ Brigham, Eugene F. and Houston. “*Manajemen Keuangan*”, Edisi 8. Erlangga : Jakarta 2001.

mengandung resiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek tersebut dalam jangka panjang berarti suatu kegagalan yang dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

2. Membayarkan deviden

Deviden adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Deviden harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan, deviden yang dibayarkan kemungkinan kecil, hal ini dimaksudkan agar perusahaan dapat memupuk dana yang diperlukan pada saat pertumbuhan itu. Akan tetapi, jika keadaan perusahaan sudah mapan, dimana pada saat itu penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak terlalu besar maka deviden yang dibayarkan dapat diperbesar jumlahnya.

3. Mengusahakan pertumbuhan.

Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat membuat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya.

4. Mempertahankan tingginya harga pasar saham.

Harga saham di pasar merupakan perhatian utama bagi manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham

atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Pemilihan investasi yang tepat, maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai perusahaan.

2. Struktur Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah suatu kondisi dimana manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini dipresentasikan oleh besarnya persentase kepemilikan oleh manajer. Karena cukup esensialnya informasi mengenai hal ini, catatan atas laporan keuangan harus menyertakan informasi ini.

Peningkatan kepemilikan oleh manajer bermanfaat untuk meningkatkan keselarasan kepentingan (*goal congruence*) di antara manajer dengan pemegang saham. Semakin besar tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula tingkat keselarasan (*alignment*) dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan antara manajer dengan pemegang saham.³²

Kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan melakukan tindakan-tindakan yang merugikan perusahaan secara keseluruhan, misalnya melakukan manipulasi laba. Dengan kata lain, kepemilikan

³² Wahidahwati. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 5 No.1, Januari 2002: hal 1-16.

manajerial merupakan salah satu mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer.

Perusahaan dengan kepemilikan manajerial berbeda dengan perusahaan yang tanpa kepemilikan manajerial. Perbedaannya terletak pada kualitas pengambilan keputusan oleh manajer serta aktivitas manajer dalam operasi perusahaan. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus bertindak sebagai pemegang saham tentu akan menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan perusahaan. Setiap keputusan yang diambilnya akan berpengaruh pada kinerja perusahaan dan juga memberikan konsekuensi, baik positif maupun negatif, bagi dirinya.

Peran ganda yang dijalankan oleh manajer yang memiliki saham perusahaan di sisi lain juga memiliki sifat negatif. Salah satunya adalah peranan seperti ini dapat mengganggu manajer ketika bekerja karena menimbulkan keinginan untuk mempertahankan kedudukannya dalam perusahaan. Keputusannya akan merefleksikan keputusan yang sesuai dengan kepentingannya, termasuk untuk mempertahankan kedudukan mereka di perusahaan. Pemberian insentif yang sesuai kepada manajer perlu untuk diperhatikan agar tidak terjadi keputusan yang berdasarkan subjektivitas semata.

Pada *agency theory* principal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan (manajer). Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemiliknya atau pemegang saham. Maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Namun

ternyata sering terjadi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak untuk kepentingan sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam kondisi ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory*, yaitu adanya konflik kepentingan. Teori keagenan lebih menekankan pada penentuan pengaturan kontrak yang efisien dalam hubungan antara pemilik dengan agent. Kontrak yang efisien adalah kontrak yang jelas untuk masing-masing pihak yang berisi tentang hak dan kewajiban sehingga dapat meminimumkan timbulnya konflik keagenan.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan tentang keuntungan/laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau untuk pembiayaan investasi di masa mendatang dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*).³³

Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya total sumber dana intern akan berkurang. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar, dengan demikian kebijakan dividen ini harus di analisa secermat mungkin dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan dan penentuan struktur modal secara keseluruhan.

³³ Salmah Said, *Manajemen Keuangan Suatu Pengantar*, (Makassar: Alauddin University Press, 2012), hal 201

Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, maka dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda, yaitu pemegang saham dan perusahaan itu sendiri. Dividen juga dapat diartikan sebagai aliran kas masuk bagi pemegang saham. Namun semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern yang akan berdampak pada nilai perusahaan. "Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (signal) akan prospek perusahaan yang akan datang".³⁴

Kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Kebijakan dividen di definisikan sebagai kebijakan yang terkait dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran keuntungan tersebut kepada pemilik modal (pemegang saham) dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau di masa yang akan datang.³⁵

Teori Hipotesis Sinyal (*Signalling Hypothesis Theory*) mengatakan ada bukti empiris bahwa kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen umumnya menyebabkan harga saham

³⁴ Wahidahwati. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol 5 No.1, Januari 2002: hal 1-16.

³⁵ Salmah Said, *Manajemen Keuangan Suatu Pengantar*, (Makassar: Alauddin University Press, 2012), hal 216

turun. Fenomena ini dianggap memperlihatkan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tetapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen ini merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai satu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu datang. Perubahan dividen memang mengandung beberapa informasi, tapi sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal saja atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

Ketika teori dividen yang lain, teori ini juga dibuktikan secara empiris. Dalam praktiknya, perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Namun, sulit dikatakan apakah peningkatan dan penurunan harga setelah adanya peningkatan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan signal saja atau disebabkan efek signal dan preferensi terhadap dividen.

4. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya.

Struktur pendanaan, atau disebut struktur modal (*capital structure*), adalah proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan juga membiayai asetnya. Untuk menentukan

struktur pendanaan yang tepat, diperlukan analisis yang baik. “Setiap pilihan sumber dana memiliki biaya modal (*cost of capital*) masing-masing”.³⁶

Biaya modal merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan yang terdiri dari biaya bunga dan biaya modal sendiri. Biaya bunga merupakan biaya yang timbul dari hutang dikurangi tarif pajak yang berlaku. Sernentara biaya modal sendiri merupakan dividen yang dibagikan bagi pemegang saham biasa dan pemegang saham preferen. Manajemen harus mempertimbangkan komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan. Hal ini akan mempengaruhi rasio hutang (*debt to equity ratio*) perusahaan. Kombinasi pendanaan yang baik menurunkan biaya serendah mungkin, mempertahankan biaya serendah mungkin, mempertahankan kebijakan deviden dan pendapatan, dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan.³⁷

Manajemen harus mempertimbangkan komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan. Hal ini akan mempengaruhi rasio hutang (*debt to equity ratio*) perusahaan. Kombinasi pendanaan yang baik menurunkan biaya serendah mungkin, mempertahankan biaya serendah mungkin, mempertahankan kebijakan deviden dan pendapatan, dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

³⁶ Rizal, M.S. Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institusional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset terhadap Capital Structure. *Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan*. Semarang: Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro, 2007. <http://eprints.undip.ac.id/184271>. diakses 19 Agustus 2010.

³⁷ Mamduh. “*Manajemen Keuangan Edisi 1*”. BPFE : Yogyakarta 2004.

Peningkatan level hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima. Tingkat hutang yang rendah diharapkan dapat mengurangi resiko keuangan dan kebangkrutan perusahaan. Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Semakin tinggi level hutang perusahaan, maka kemungkinan resiko keuangan dan kegagalan perusahaan juga semakin tinggi. Dengan begitu, semakin rendah tingkat hutang perusahaan maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting bagi setiap perusahaan karena kebijakan ini diambil oleh manajemen perusahaan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan .³⁸

Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Manajer bisa menggunakan utang yang lebih banyak, yang nantinya berperan sebagai sinyal yang lebih terpercaya. Ini karena perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Jika manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan

³⁸ Rachmawati, A. dan H. Triatmoko. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X* Makassar 2012.

karenanya ingin agar harga saham meningkat, manajer tersebut tentunya ingin mengkomunikasikan hal tersebut kepada para investor.

Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang prospektif di masa depan. Jadi, kita dapat menyimpulkan dari penjelasan diatas bahwa hutang merupakan tanda atau signal positif dari perusahaan.

D. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial pada Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*.³⁹

Bonding mechanism adalah melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan berusaha menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen. Kekayaan pribadi manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan jika kepemilikan manajerial ditingkatkan. Kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan membuat manajemen berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang dapat ditempuh manajemen adalah mengurangi *financial risk* perusahaan melalui penurunan tingkat utang.

E. Pengaruh Kebijakan Dividen Pada Kebijakan Utang

Pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan

³⁹ Diana, D.N.A. dan Gugus Irianto. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*, 1(1): 1—16

juga akan meningkatkan jumlah utang yang digunakan. Ketika dividen tidak dibagikan atau semakin kecil, utang yang akan digunakan semakin rendah. “Untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen”.⁴⁰ Dalam konteks ini perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin berhati-hati dan efisien menggunakan hutang.

F. Pengaruh Kebijakan Utang Pada Nilai Perusahaan

Penambahan hutang suatu perusahaan akan membuat pihak *eksternal* meningkatkan pengawasan kepada perusahaan tersebut. Dengan begitu, kinerja manajer akan membaik, karena jika terjadi tindak *opportunistic* maka akan merugikan perusahaan dan menurunkan nilai. Jika seperti itu maka pihak *eksternal* tidak akan mau memberikan modal kembali. Teori *signalling* menyebutkan bahwa hutang yang semakin banyak akan menjadi sinyal positif terhadap investor, karena investor beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai hutang adalah perusahaan yang berprospek di masa depan dan mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai penilaian yang baik dari pihak kreditur karena dapat dengan mudah untuk mendapatkan hutang. Perusahaan dengan prospek yang baik cenderung menghindari penjualan saham dan lebih menggunakan hutang.

⁴⁰ Eva Larasati. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16, No. 2.

G. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial pada Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni sebagai pengelola perusahaan (agen) sekaligus pemegang saham (prinsipal). Sebagai manajer sekaligus pemegang saham, tentunya ia tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan karena hal itu akan merugikan baik sebagai manajer maupun sebagai pemegang saham. Sebagai manajer, ia akan kehilangan insentifnya dan kinerjanya juga akan dianggap buruk, sedangkan sebagai pemegang saham, ia akan kehilangan *return* yang diharapkannya saat berinvestasi atau bahkan seluruh dana yang diinvestasikannya di perusahaan. Karena itulah manajer akan semakin berhati-hati di dalam kebijakan hutangnya.

Peningkatan jumlah kekayaan pribadi yang terinvestasikan dalam perusahaan menyebabkan para manajer cenderung memperkecil hutang dalam rangka mereduksi risiko.⁴¹

Kebijakan untuk menggunakan sumber pendanaan dari hutang akan memberikan manfaat pada perusahaan berupa penghematan pajak penghasilan karena sifat biaya bunga yang harus dibayar secara periodik bersifat *deductible expense*. Namun jika hutang melebihi batas optimalnya, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena timbulnya risiko yang lebih besar berupa risiko kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan

⁴¹ Umar, A. "Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan, dan Struktur Kepemilikan: Suatu Perspektif Keagenan". *Majalah Ekonomi*. Tahun XIII No.1, April 2003: hal. 69-82.

hutang dibentuk pada struktur optimalnya sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Kebijakan hutang sebagai salah satu mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan berkaitan erat dengan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen perusahaan. Kepemilikan manajerial diprediksi berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial membuat manajer yang juga pemegang saham turut mengalami konsekuensi dari keputusan yang dibuat. Tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko financial distress berupa kebangkrutan yang mengancam posisi manajemen. Dengan demikian manajer akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang.

“Konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian”.⁴² Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen. Dalam upaya mengatasi atau mengurangi masalah keagenan ini menimbulkan biaya keagenan (agency cost) yang akan ditanggung baik oleh principal maupun agent. “Biaya keagenan ini terdiri dari monitoring cost, bonding cost dan residual loss”.⁴³ Monitoring cost adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh principal untuk memonitor perilaku agent, yaitu untuk

⁴² Sujoko dan Ugy Soebiantoro. “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret 2007, pp. 41-48.

⁴³ Jensen, M. and F. Meckling .1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 4. 305-360.

mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agent. Bonding cost merupakan biaya yang ditanggung oleh agent untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agent akan bertindak untuk kepentingan principal. Selanjutnya residual loss merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran principal sebagai akibat dari perbedaan keputusan agent dan keputusan principal. merupakan biaya yang ditanggung oleh agent untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agent akan bertindak untuk kepentingan principal.

Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Maka variabel kepemilikan manajerial terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

H. *Pengaruh Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang*

Kebijakan dividen dapat dilihat dari nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR) yang merupakan bagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen. Berdasarkan *Theory Bird In The hand* Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan menjadi daya tarik bagi pemegang saham karena sebagian investor cenderung lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *Capital Gain* karena dividen bersifat lebih pasti.

Banyaknya investor yang berinvestasi di perusahaan tersebut dapat menyebabkan meningkatnya harga saham sehingga dengan meningkatnya harga

saham akan meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri. Jadi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya, dan cara aliran laba dipecah antara dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara itu kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen akan mengurangi aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi.

Hal ini memaksa manajer untuk meningkatkan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya. Sumber pendanaan eksternal yang umumnya dipilih oleh perusahaan berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah dengan hutang. “Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang”.⁴⁴ Penggunaan hutang akan memberikan manfaat bagi perusahaan yaitu berupa penghematan pajak. Disisi lain penggunaan hutang juga akan meningkatkan biaya bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya. Jadi dalam menentukan kebijakan hutangnya, perusahaan harus mempertimbangkannya dengan lebih baik karena penggunaan hutang ini akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

I. Penelitian Terdahulu

⁴⁴ Sofyaningsih dan Hardiningsih. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* (Mei 2011). Vol 3 No 1: 68-87.

Sujoko dan Soebiantoro yang membahas mengenai “Pengaruh struktur kepemilikan, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan”.⁴⁵ Penelitian dilakukan terhadap perusahaan publik yang terdaftar di BEI selama periode 2000-2004. Menggunakan 134 perusahaan sebagai sampel dan data dalam penelitian ini dianalisis dengan menggunakan *Structural Equation Modelling* (SEM). Penelitian ini terdiri dari struktur kepemilikan saham, faktor intern dan faktor ekstern sebagai variabel independen, sedangkan leverage dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, faktor intern dan faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap leverage. Struktur kepemilikan institusional dan pembayaran dividen sebagai faktor intern mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, Sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan..

Haruman membahas mengenai “Pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan”.⁴⁶ Penelitian dilakukan terhadap perusahaan industri manufaktur di BEI periode tahun 1994-2005 dengan 94 perusahaan sampel. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda dengan 2SLS (*Two-Stages Least Square*). Penelitian ini terdiri dari struktur kepemilikan

⁴⁵ Sujoko dan Soebiantoro. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* (Maret 2007). Vol. 9 No. 1: 41-48.

⁴⁶ Haruman, Tendi Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.2008.

manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, sedangkan untuk keputusan keuangan dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, maka akan menurunkan dividen. Hal ini dikarenakan para pemilik manajerial lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk investasi demi kepentingan pertumbuhan perusahaan dibandingkan digunakan untuk pembayaran dividen. Kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial maupun institusional semuanya berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Wijaya dan Wibawa membahas mengenai “Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan”.⁴⁷ Penelitian dilakukan terhadap perusahaan *go public* di BEI dengan periode penelitian 4 tahun, yaitu 2006-2009. Sampel penelitian terdiri dari 130 perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 17,8% , sedangkan sisanya 82,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.

Darminto membahas mengenai “Pengaruh Faktor eksternal dan berbagai keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan”.⁴⁸ Penelitian dilakukan terhadap industri manufaktur yang *go public* di BEI. Dengan periode penelitian selama 8 tahun dan 133 sampel perusahaan. Data dalam penelitian ini dianalisis dengan

⁴⁷ Wijaya, P. dan B. A. Wijaya Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto 2010.

⁴⁸ Darminto. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* (Februari 2010). Vol 8 No 1: 138-150.

menggunakan *Structural Equation Modelling* (SEM). Penelitian ini terdiri dari eksternal perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, keputusan pengelolaan aktiva, kinerja keuangan, dan kebijakan dividen sebagai variabel independen, sedangkan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan faktor eksternal berpengaruh signifikan terhadap keputusan keuangan, sedangkan keputusan investasi pada aktiva riil berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Jika investasi aktiva riil meningkat, maka nilai perusahaan akan meningkat. Hal ini perlu diiringi dengan meningkatnya kinerja keuangan yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sofyaningsih dan Hardiningsih membahas mengenai “Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan”.⁴⁹ Penelitian dilakukan pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2007-2009. Penelitian ini menggunakan sampel 115 perusahaan dan data yang diperoleh melalui pooling data dengan menggabungkan data *time series* dan *cross sectional*. Variabel penelitian ini terdiri dari: struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan kebijakan hutang sebagai variabel independen, nilai perusahaan sebagai variabel dependen, sedangkan ukuran, pertumbuhan, kinerja perusahaan sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian ini menunjukkan hanya variabel kepemilikan manajerial yang terbukti mempengaruhi terhadap nilai perusahaan, Sedangkan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. Tingkat profitabilitas juga cenderung

⁴⁹ Sofyaningsih dan Hardiningsih. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* (Mei 2011). Vol 3 No 1: 68- 87.

memberikan sinyal positif bagi pasar, sehingga berdampak positif pada nilai pasar saham.

J. Kerangka Pikir

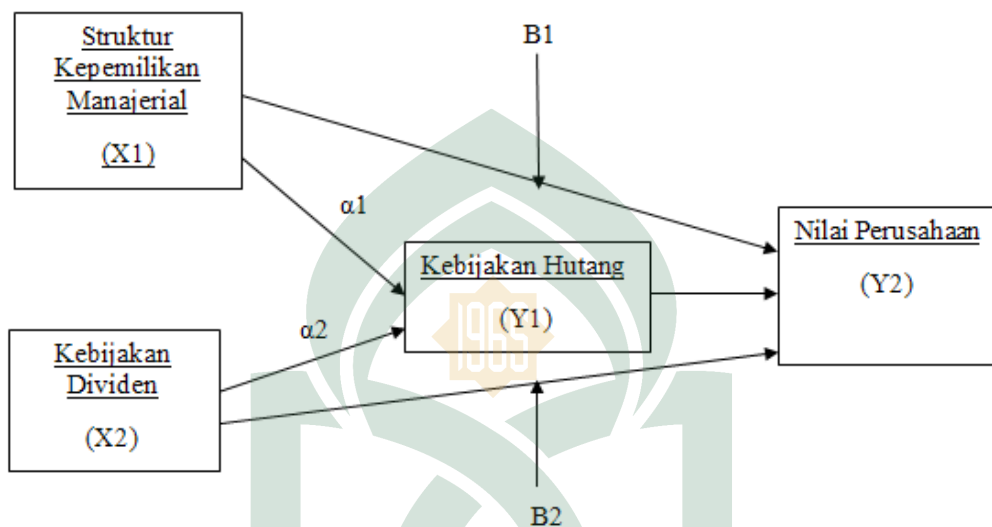
Adapun keterkaitan antara variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1 Keterkaitan Antara Variabel-Variabel

Struktur Kepemilikan Manajerial (X1)	Y1	+	Kim dan Sorensen (1986),Agrawal dan Mendelker (1987), Brailsford (1999), dan Mahadwartha (2003).
		–	Moh'd <i>et al.</i> (1998), Bathala <i>et al.</i> (1994), dan Wahidahwati (2002), Faisal (2004), Kurniati (2007), dan Gultom (2010), Jensen <i>et al.</i> (1992), R.Anastasia Endang Susilawati (2007).
	Y2	+	Jensen dan Meckling dalam Sujoko dan Ugi (2007).
		–	Soliha dan Taswan (2002), Taswan (2003), Wahyudi dan Pawestri(2006), serta Sujoko dan Soebiantoro (2007), Lasfer dan Faccio (1999) dan Ruan (2011).
Kebijakan Dividen (X2)	Y1	+	Masdupi(2005)
		–	Jensen <i>Et AL.</i> (1992), Cruchley (1999), Murni danAndriana (2007), Soesetio (2008), Djabid (2009), Dan Larasati (2011), M. Syafiudin Hidayat (2013).
	Y2	+	Rika (2010), Sukma (2012), dan Muslimin (2006), Afzal dan Abdul (2012), Fodio (2009), Gill, <i>et al.</i> (2010), (2013), Mardiyanti (2012), Rakhimsyah dan Barbara (2011), dan Susanti (2010). Jiang (2014), serta Susi(2010), Hasnawati (2005), Endraswati dan Salatiga (2009),
		–	Sri dan Pancawati (2011), Corry (2009), dan Rosma (2010).
Kebijakan Hutang (Y1)	Y2	+	Dwi Sukirni (2012)
		–	Sri & Pancawati (2011), dan Fitri (2010).

Berdasarkan uraian diatas antar variabel, maka kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Skema Kerangka Pikir



Berdasarkan gambar diatas tampak bahwa variabel exogen terdiri atas struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen akan dicari pengaruhnya terhadap variabel endogen yang terdiri atas kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Kerangka ini dibangun berdasarkan teori dari :

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*.

“Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal*”.⁵⁰

Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak untuk kepentingan sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan atau konflik agensi.

Konflik agensi terbagi menjadi dua bentuk, yaitu : (1) konflik agensi antara pemegang saham dan manajer. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan, (2) konflik agensi antara pemegang saham dan kreditor, konflik ini muncul saat pemegang saham melalui manajer mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditor.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru.

⁵⁰ Schroeder, Richard G., Myrtle W. Clark, Jack M. Cathey, 2001, *Accounting Theory and Analysis-Text Cases and Readings*, 7th Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York.

Terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru daripada saham baru.⁵¹

Maka semakin tinggi kebijakan hutang yang dilakukan, akan semakin tinggi nilai perusahaan. “Nilai perusahaan akan maksimum, apabila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang yang disebut dengan *corner optimum debt decision* “.⁵²

Selain kebijakan hutang, kebijakan deviden juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan deviden merupakan hal yang penting menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Jika dibayarkan kepada para pemegang saham, besarnya deviden yang dibagikan tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan. Kebijakan deviden dalam suatu perusahaan merupakan hal yang kompleks karena melibatkan kepentingan banyak pihak.

Besarnya dividen ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya jika dividen yang dibayarkan kecil maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba berhubungan erat dengan kemampuan perusahaan dalam

⁵¹ Babu, Suresh dan Jaine. 1986. “Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis With Reference To Capital Structure Practice In India”. *Journal of Financial Management and Analysis*, pp.63-74.

⁵² Mutamimah. 2003. “Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia”. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 11 Juli. Pp 71-60.

membayar dividen. Oleh sebab itu, peningkatan nilai perusahaan dipengaruhi dengan dividen yang besar.

Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting.

Kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif.⁵³

Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.



⁵³ Okpara, Godwin Chigozie. 2010. Asy Modigliani dan Milleretric Information And Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian dan Lokasi Penelitian

3. Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif. Karena pada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih dengan menggunakan data berupa laporan keuangan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.

4. Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan pengambilan data melalui situs resmi www.idx.co.id periode Tahun 2010-2014.

B. Pendekatan Penelitian

Pendekatan penelitian yang digunakan adalah pendekatan penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif adalah penelitian yang berdasarkan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif/statistik, dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan.⁵⁴

C. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan yang dilakukan adalah untuk jangka waktu 5 tahun yaitu dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

⁵⁴ Sugiyono, *Metode Penelitian Kombinasi*, (Bandung: Alfabeta, 2014), h.11

Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2010 – 2014.

1. Bukan merupakan bank, asuransi, dan badan keuangan lainnya. Hal ini dikarenakan perusahaan jenis keuangan dan perbankan memiliki regulasi mengenai kebijakan pendanaan yang berbeda.
2. Perusahaan memiliki data kepemilikan manajerial dari tahun 2010 - 2014 yang dipublikasikan.
3. Perusahaan pernah membagikan dividen tunai selama periode pengamatan.

Ferdinand memiliki pedoman ukuran sampel sebagai berikut :

- a. 100 - 200 sampel untuk teknik *Maximum Likelihood Estimation*.
- b. Tergantung pada jumlah indikator yang diestimasi. Pedomannya adalah 5-10 kali jumlah indikator yang diestimasi.
- c. Tergantung pada jumlah indikator yang digunakan dalam seluruh variable laten. Jumlah sample adalah jumlah indikator dikali 5 – 10. Bila terdapat 20 indikator, besarnya sample adalah antara 100 – 200.

Ukuran sample yang sesuai adalah antara 100-200. Bila ukuran sample menjadi terlalu besar misalnya lebih dari 400 maka metode menjadi ‘sangat sensitif’ sehingga sulit untuk mendapatkan ukuran-ukuran *goodness of fit* yang baik. Hair dkk dalam Ferdinand menyarankan bahwa ukuran sample minimum adalah sebanyak 5 observasi untuk setiap parameter. Dengan demikian bila *estimated parameter*nya berjumlah 20 maka, jumlah sample minimum adalah 100.⁵⁵

Berdasar pada pedoman diatas maka penentuan sampel yang harus dipakai pada penelitian ini sebesar 5 sampai 10 kali indikatornya yang berjumlah minimal 100 sampel, maka dari itu jumlah sampel yang akan dipakai pada penelitian ini

⁵⁵ Ferdinand, Augusty Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen : Aplikasi Model-Model Rumit dalam Penelitian Untuk Tesis Magister dan Disertasi Doktor, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang (2005).

berjumlah (7 indikator x 5) yaitu sebesar 35 sampel, jadi jumlah sampel minimal yang dipakai pada penelitian ini sebesar 35 sampel.

D. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data penelitian ini dilakukan dengan cara sebagai berikut ;

1. Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.
2. Studi Pustaka dan Dokumentasi penelitian yang dilakukan dengan cara mengumpulkan literatur yang ada hubungannya dengan pembuatan skripsi dengan tujuan untuk mendapatkan landasan teori dan teknik analisa dalam memecahkan masalah.

E. Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis data dengan menggunakan *Structural Equation Modelling* (SEM) adalah model persamaan struktural yang merupakan perpaduan dari prosedur-prosedur yang dikembangkan dalam ekonometri, sosiometri dan psikometri. Kontribusi para skolar tersebut menghasilkan berbagai model persamaan struktural yang serupa dengan nama yang berbeda-beda.⁵⁶

Berdasarkan gambar model jalur diajukan hubungan berdasarkan teori bahwa struktur kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai Perusahaan. Struktur Kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen juga mempunyai pengaruh tidak langsung ke nilai

⁵⁶ Darminto. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* (Februari 2010). Vol 8 No 1: 138-150.

perusahaan, yaitu dari struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen melalui kebijakan hutang, baru kemudian ke nilai perusahaan.

Koefisien jalur adalah *standardized* koefisien regresi. Koefisien jalur dihitung dengan membuat dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan pengaruh yang dihipotesiskan. Dalam hal ini ada dua persamaan tersebut, yakni:

$$Y1 = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot X1 + \alpha_2 \cdot X2 + e \dots \dots \dots (1)$$

$$Y2 = \beta_0 + \beta_1 \cdot X1 + \beta_2 \cdot X2 + \beta_3 \cdot Y1 + e \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

Y1 = Nilai perusahaan. Rasio antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham.

X1 = Kepemilikan manajerial. Proporsi kepemilikan saham manajemen terhadap total saham beredar.

X2 = Kebijakan dividen

Y2 = Rasio antara total debt terhadap shareholder equity.

e = Standar Error.

α_0, β_0 = Intercept

α_1 = Pengaruh langsung X1 terhadap Y1

α_2 = Pengaruh langsung X2 terhadap Y1

β_1 = Pengaruh langsung X1 terhadap Y2

β_2 = Pengaruh langsung X2 terhadap Y2

e 1, e2 = Intercept

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

F. Gambaran Umum Objek Penelitian

1. PT Darya-Varia Laboratoria Tbk ("Darya-Varia atau Perseroan")

PT Darya-Varia Laboratoria Tbk ("Darya-Varia atau Perseroan") adalah perusahaan farmasi yang telah lama berdiri di Indonesia, beroperasi sejak tahun 1976. Setelah menjadi perusahaan terbuka pada tahun 1994, Perseroan mengakuisisi PT Pradja Pharin (Prafa) di tahun 1995, dan terus mengembangkan berbagai produk Obat Resep dan *Consumer Health*. Pada Juli 2014, Prafa menggabungkan diri (*merger*) dengan Darya-Varia.

Darya-Varia mengoperasikan dua fasilitas manufaktur kelas dunia di Gunung Putri dan Citeureup, Bogor, keduanya memiliki sertifikat Cara Pembuatan Obat yang Baik (CPOB). Kedua pabrik tersebut fokus memproduksi produk-produk Perseroan serta memberikan jasa *toll manufacturing* untuk pelaku nasional dan multinasional baik untuk pasar lokal maupun ekspor.

Pabrik Darya-Varia di Gunung Putri, Bogor, memiliki spesialisasi dalam produksi kapsul gelatin lunak, produk - produk cair, plester obat, salep dan krim, sementara Pabrik Darya-Varia di Citeureup, Bogor, memiliki spesialisasi dalam produksi injeksi steril dan produk padat. Perseroan juga melakukan *toll manufacturing* dengan perusahaan afiliasinya PT Medifarma Laboratories di Pabrik Cimanggis, Depok. Pada 2013, Perseroan memperoleh sertifikat halal untuk kapsul NATUR-E dan HOBAT, produk gelatin yang mengandung unsur

hewani, merupakan sertifikasi halal produk suplemen yang pertama untuk perusahaan farmasi di Indonesia.

Sejalan dengan misi Perseroan untuk "membangun Indonesia yang sehat secara bertahap setiap orang di setiap waktu", Darya-Varia memproduksi produk-produk berkualitas tinggi untuk lini produk *Consumer Health* dan Obat Resep, membangun merek yang kuat terpercaya dan dikenal di seluruh Indonesia. Dengan melakukan pendekatan yang konsisten dan memelihara hubungan yang solid dengan semua pihak, Perseroan berusaha mencapai visinya untuk menjadi salah satu dari lima perusahaan farmasi terbesar di Indonesia. Saat ini 92,66% saham Darya-Varia dimiliki oleh Blue Sphere Singapore Pte. Ltd. (BSSPL), afiliasi dari United Laboratories, Inc. (Unilab). Ringkasan kegiatan korporasi selengkapnya dapat dilihat pada bagian Tonggak Sejarah Darya-Varia. Unilab, perusahaan farmasi terbesar di Filipina, didirikan pada tahun 1945 dan saat ini memiliki jaringan afiliasi yang tersebar di negara-negara Asia, termasuk di Indonesia, Vietnam, Myanmar, Thailand, Malaysia, Singapura, Laos, Kamboja dan Cina.

a. Visi

Menjadi Salah Satu dari Lima Perusahaan Farmasi Terbesar di Indonesia

b. Misi

Kami membangun Indonesia yang sehat secara bertahap setiap orang di setiap waktu, dengan menyediakan produk dan pelayanan kesehatan yang bermutu dan terjangkau, serta mendorong promosi kesehatan, bekerja sama dalam sebuah keluarga "BERSATU".

2. PT. Indofarma Tbk.

Sejarah panjang PT Indofarma (Persero) Tbk atau "Perseroan" berawal dari tahun 1918 di sebuah pabrik skala kecil di lingkungan Rumah Sakit Pusat

Pemerintah Kolonial Belanda yang pada saat itu hanya memproduksi beberapa jenis salep dan kasa pembalut. Seiring dengan berjalannya waktu, usaha Perseroan berkembang menambah tablet dan injeksi dalam rangkaian lini produksinya. Sempat dikuasai oleh Pemerintah Jepang pada tahun 1942 di bawah manajemen Takeda Pharmaceutical, Perseroan kembali diambil alih oleh Pemerintah Indonesia pada tahun 1950 melalui Departemen Kesehatan.

Peran Perseroan dalam bidang farmasi dan kesehatan semakin penting dalam memproduksi obat-obat esensial untuk kesehatan masyarakat. Pada tanggal 11 Juli 1981 status Perseroan berubah menjadi badan hukum berbentuk Perusahaan Umum Indonesia (Perum Indofarma). Status Perseroan kembali berubah pada tahun 1996 menjadi PT Indofarma (Persero) berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia (PP) No. 34 tahun 1995 dengan akta pendirian berdasarkan Akta No. 1 tanggal 2 Januari 1996 yang diubah dengan Akta No. 134 tanggal 26 Januari 1996. Pada tanggal 17 April 2001 Perseroan melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kode saham “INAF” yang kemudian merubah status Perseroan menjadi PT Indofarma (Persero) Tbk. Saat ini, Perseroan telah memproduksi sebanyak hampir 200 jenis obat yang terdiri dari beberapa kategori produk, yaitu Obat Generik Berlogo (OGB), *Over The Counter* (OTC), obat generik bermerek, dan lain-lain.

Pada awal tahun 2000, Perseroan melakukan pengembangan ke hilir dalam bidang distribusi dan perdagangan dengan melakukan ekspansi pendirian anak perusahaan PT Indofarma Global Medika (IGM) melalui prosentase kepemilikan sebesar 99,99%. Hingga 31 Desember 2014, IGM memiliki 31 cabang dengan

jumlah SDM mencapai 747 karyawan. Kekuatan armada distribusi IGM terdiri atas kendaraan roda empat mencapai 27 unit, roda dua 56 unit dan truk 60 unit.

IGM juga telah memiliki sertifikasi ISO 9001:2008 dan OHSAS 18001:2007.

a. Visi

Menjadi perusahaan yang berperan secara signifikan pada perbaikan kualitas hidup manusia dengan memberi solusi terhadap masalah kesehatan dan kesejahteraan masyarakat.

b. Misi

- 1) Menyediakan produk dan layanan berkualitas dengan harga terjangkau untuk masyarakat.
- 2) Melakukan penelitian dan pengembangan produk yang inovatif dengan prioritas untuk mengobati penderita penyakit dengan tingkat prevalensi tinggi.
- 3) Mengembangkan kompetensi Sumber Daya Manusia (SDM) sehingga memiliki kepedulian, profesionalisme serta kewirausahaan yang tinggi.

3. PT. Kimia Farma Tbk

Kimia Farma adalah perusahaan industri farmasi pertama di Indonesia yang didirikan oleh Pemerintah Hindia Belanda pada tahun 1817. Awalnya, perusahaan ini bernama N.V. Chemicalien Handle Rathkamp & Co (Jakarta), N.V. Pharmaceutische Handel Svereneging J.Van Gorkom & Co. (Jakarta), N.V. Bandungsche Kinine Fabriek (Bandung) dan N.V. Jodium Onderneming Watoedakon (Mojokerto). Pada tahun 1958, berdasarkan keputusan nasionalisasi atas eks perusahaan Belanda di masa awal kemerdekaan, Pemerintah Republik Indonesia melebur sejumlah perusahaan farmasi menjadi Perusahaan Farmasi Negara (PNF) Bhinneka Kimia Farma. Kemudian pada 16 Agustus 1971, bentuk badan hukum PNF diubah menjadi Perseroan Terbatas, sehingga nama perusahaan berubah menjadi PT Kimia Farma (Persero).

Pada tanggal 4 Juli 2001, PT Kimia Farma (Persero) kembali mengubah statusnya menjadi perusahaan terbuka, PT Kimia Farma (Persero) Tbk, dalam

penulisan berikutnya disebut “Perseroan”. Bersamaan dengan perubahan tersebut, Perseroan telah dicatatkan pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (sekarang kedua bursa telah merger dan kini bernama Bursa Efek Indonesia). Berbekal pengalaman selama puluhan tahun, Perseroan telah berkembang menjadi perusahaan dengan pelayanan kesehatan terintegrasi di Indonesia. Perseroan kian diperhitungkan kiprahnya dalam pengembangan dan pembangunan bangsa, khususnya pembangunan kesehatan masyarakat Indonesia.

a. Visi

Menjadi korporasi bidang kesehatan terintegrasi dan mampu menghasilkan pertumbuhan nilai yang bisnis yang sinergis.

b. Misi

Menghasilkan pertumbuhan nilai korporasi melalui usaha di bidang-bidang:

- 1) Industri kimia dan farmasi dengan basis penelitian dan pengembangan produk yang inovatif.
- 2) Perdagangan dan jaringan distribusi.
- 3) Pelayanan kesehatan yang berbasis jaringan ritel farmasi dan jaringan pelayanan kesehatan lainnya.
- 4) Pengelolaan aset-aset yang dikaitkan dengan pengembangan usaha perusahaan.

4. PT. Kalbe Farma Tbk

Sejarah Kalbe Farma diawali dari garasi pendiri Perseroan tahun 1966 sebagai perusahaan produk kesehatan dengan prinsip-prinsip dasar: inovasi, merek yang kuat dan manajemen prima. Dengan pedoman “Panca Sradha Kalbe” sebagai nilai dasar Perseroan, Kalbe berhasil meraih pertumbuhan yang solid dan mencatatkan sebagai perusahaan publik tahun 1991 di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (sekarang bergabung menjadi Bursa Efek Indonesia). Melalui proses pertumbuhan organik dan penggabungan usaha & akuisisi, kegiatan usaha Kalbe berkembang meliputi 22 anak perusahaan, dalam empat kelompok divisi usaha: divisi obat resep dengan kontribusi sebesar 24% terhadap

pendapatan total, divisi produk kesehatan dengan kontribusi 16%, divisi nutrisi dengan kontribusi 22%, serta divisi distribusi dan logistik dengan kontribusi 38%. Pada tahun 2012,

Perseroan melakukan akuisisi 100% saham PT Hale International, produsen minuman kesehatan, untuk terus memperkuat posisi Kalbe di pasar Indonesia yang terus berkembang. Dengan dukungan lebih dari 17.000 karyawan, termasuk 6.000 tenaga penjualan dan pemasaran, kegiatan usaha Perseroan mencakup seluruh wilayah kepulauan Indonesia dan keberadaan di pasar internasional yang terus berkembang.

Di Indonesia, Kalbe mampu menjangkau 70% dokter umum, 90% dokter spesialis, 100% rumah sakit, 100% apotek untuk pasar obat-obat resep serta 80% untuk pasar produk kesehatan dan nutrisi. Di pasar internasional, Perseroan telah hadir di pasar Asia Tenggara dan Afrika, serta menjadi perusahaan produk kesehatan nasional yang dapat bersaing di pasar ekspor. Semangat inovasi untuk kehidupan yang lebih baik menjadi bagian tak terpisahkan dari seluruh kegiatan usaha Kalbe. Aktivitas riset dan pengembangan telah menghasilkan produk-produk inovatif dengan nilai unggul untuk memenuhi kebutuhan masyarakat. Agar dapat menjangkau seluruh kepulauan nusantara, Kalbe terus meningkatkan kapasitas dan kualitas layanan distribusinya. Upaya penyempurnaan integrasi mata rantai pasokan senantiasa menjadi salah satu prioritas utama Kalbe guna meningkatkan efisiensi dan tingkat layanan. Kini, Kalbe merupakan penyedia “layanan kesehatan komprehensif” yang terdepan, produk obat-obatan, nutrisi, makanan dan minuman kesehatan hingga alat-alat kesehatan

termasuk pelayanan kesehatan primer. Kalbe adalah perusahaan produk kesehatan publik yang terbesar di Asia Tenggara dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 53,8 triliun dan omset penjualan Rp 13,6 triliun di akhir 2012.

a. Visi

Menjadi perusahaan produk kesehatan Indonesia terbaik dengan skala internasional yang didukung oleh inovasi, merek yang kuat, dan manajemen yang prima.

b. Misi

Meningkatkan kesehatan untuk kehidupan yang lebih baik.

5. PT. Merck Tbk

Merck adalah sebuah perusahaan farmasi, bahan kimia dan ilmu hayati (*life science*) global, yang berdiri sejak tahun 1668. Di seluruh dunia, grup Merck memiliki sekitar 40.000 karyawan di 67 negara. Produk-produk Merck dikenal dan diproduksi diseluruh dunia. Obat-obat inovatif baik kimia dan biologi, produk obat bebas, kristal cair untuk display LC, Merck pigment untuk pelapis, plastik dan industri cetak, serta produk dan layanan untuk riset farmasi dan bioteknologi - produk dan layanan Merck sangatlah terpercaya dimanapun.

Bisnis operasional Grup Merck dikelola dibawah payung Merck KGAA yang berpusat di Darmstadt, Jerman. Sekitar 30% saham Grup diperdagangkan di publik, sementara keluarga Merck menguasai sekitar 70% saham melalui mitra E. Merck KG. Bekas kantor cabang Merck di Amerika, Merck & Co., telah menjadi perusahaan yang terpisah dari Grup Merck sejak 1917. Di Indonesia, PT Merck Tbk (selanjutnya disebut 'Perseroan') adalah pemain utama dalam industri farmasi dan bahan kimia. Dalam area farmasi, Perseroan memproduksi dan memasarkan produk-produk obat bebas (tanpa resep) melalui Divisi Kesehatan Konsumen, dan obat-obatan peresepan melalui Divisi Merck Serono.

Merek-merek yang dipasarkan Perseroan di Indonesia termasuk produk - produk yang telah sangat diterima dan dipercaya oleh konsumen dan praktisi medis Indonesia, seperti Sangobion dan Neurobion. Perseroan adalah juga pemimpin pasar dalam produk-produk pengobatan terapeutik untuk berbagai kondisi yang berhubungan dengan kesuburan, diabetes, neurologis dan kardiologis. Dari Divisi Bahan Kimia, Perseroan memasarkan bahan kimia khusus, seperti reagen dan peralatan untuk penggunaan di laboratorium, serta pigmen untuk produksi plastik, pelapis cat dan kosmetik. Melalui Millipore, sebuah badan usaha biosains yang diakuisisi Merck Grup pada tahun 2010, Perseroan juga menawarkan rangkaian alat alat dan produk kimiawi yang canggih untuk bioriset, bioproduksi dan segmen-segmen terkait.

a. Visi

Kami, di PT Merck Tbk, dihargai oleh seluruh pemegang kepentingan karena kesuksesan kami yang berkelanjutan, berkesinambungan, dan di atas pangsa pasar pada bidang usaha yang kami jalankan.

b. Misi

Kami di PT Merck Tbk memberikan nilai tambah bagi:

- 1) pelanggan kami, melalui perluasan kesempatan pada usaha mereka dalam jangka panjang, membentuk kemitraan yang saling menguntungkan;
- 2) konsumen kami, melalui penyediaan produk-produk yang aman dan bermanfaat;
- 3) pemegang saham kami, melalui pencapaian hasil usaha yang berkesinambungan dan berarti;
- 4) karyawan kami, melalui penciptaan lingkungan kerja yang aman, dan pemberian kesempatan yang sama bagi semua;
- 5) lingkungan kami, melalui teladan yang kami berikan dalam bentuk tindakan perlindungan dan dukungan bagi masyarakat sekitar.

6. PT. Pyridam Farma Tbk.

PT Pyridam Tbk didirikan pada tanggal 27 November 1976 berdasarkan Akta Notaris No. 31 yang dibuat Notaris Tan Tiong Kie dan disahkan oleh Kementrian Kehakiman Indonesia melalui Surat Keputusan No. YA 5/118/3

tertanggal 17 Maret 1977 dengan nama PT Pyridam. Pengesahan pendirian PT Pyridam telah diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 102, Suplemen No. 801 tertanggal 23 Desember 1977.

Pada tahun 1985 Perseroan mulai memproduksi produk farmasi dan pada tanggal 1 Februari 1993, PT Pyridam Veteriner didirikan untuk memisahkan kegiatan produksi farmasi dari kegiatan produksi veteriner. Produksi pabrik tersebut berupa bangunan pabrik dan peralatannya, dibangun pada tahun 1995 terletak di Desa Cibodas, Cianjur, Jawa Barat dan mulai dioperasikan pada tahun 2001.

Kantor pusat Perseroan berlokasi di Jalan Kemandoran VIII No. 16, Jakarta 12210, sedangkan fasilitas produksi Perseroan berlokasi di Jalan Hanjawar, Pacet, Cianjur, Jawa Barat.

a. Visi

Menjadi perusahaan Farmasi yang terkenal dan ter-pandang di pasar nasional, regional, dan internasional dan sebagai produsen dan pemasok produk-produk farmasi yang terpercaya dan handal karena unggul dalam kualitas, inovasi dan pelayanan.

b. Misi

Melayani masyarakat dengan sepenuh hati, baik nasional, regional maupun internasional dengan produk inovatif dan bermutu tinggi dan senantiasa melakukan pengembangan produk untuk meraih hidup sehat yang lebih baik.

7. PT. Tempo Scan Pasifik Tbk.

PT Tempo Scan Pasifik Tbk (“Perseroan”) merupakan bagian dari kelompok usaha swasta nasional Grup Tempo yang telah memulai usaha perdagangan produk farmasi sejak tahun 1953. PT Tempo Scan Pasifik Tbk dibentuk dalam proses restrukturisasi pada tahun 1991 dan semula bernama PT Sanchernie yang pada tahun 1970 memulai kegiatan komersial produk farmasi dalam skala besar. Perseroan terus berupaya meningkatkan kompetensi dan kemampuan karyawan, baik melalui pelatihan maupun menerapkan budaya saling berbagi, antara lain dalam hal *best practices*, pengetahuan dan keahlian teknis. Perseroan memiliki Tiga Divisi Usaha Inti yaitu Farmasi, Divisi Produk Konsumen dan Kosmetika dan Divisi Distribusi serta Satu Divisi Penunjang.

a. Misi

Kami adalah organisasi yang dinamis dari para profesional handal dan berkomitmen di bawah kepemimpinan yang kuat dan tujuan utama menjadi pemimpin pasar farmasi, produk konsumen dan kosmetika melalui kompetensi di bidang manufaktur, pemasaran, dan distribusi. Ekuitas merek kami menawarkan produk berkualitas dan inovasi berkelanjutan dengan proposisi nilai yang unggul dan dipasarkan melalui penjualan multi-jalur yang efektif dan dikirimkan dengan kecakapan rantai-suplai yang handal. Dipandu oleh tata kelola perusahaan yang baik dengan tujuan membentuk kondisi keuangan yang sehat dan menciptakan nilai bagi para pemangku kepentingan serta dihormati oleh masyarakat.

G. Deskriptif Variabel

a. Struktur Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*Manajerial Ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh manajer dalam perusahaan yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan yaitu Direktur dan Komisaris. “Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang

dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar”.⁵⁷

Kepemilikan manajerial dirumuskan dengan sebagai berikut.

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100 \%$$

Tabel 4.1
Data Struktur Kepemilikan Manajerial Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014

Data Shareholders						
NO.	Nama Perusahaan	2010	2011	2012	2013	2014
1.	DVLA	92.66	92.66	92.66	92.66	92.66
2.	KAEF	90.03	90.03	90.03	90.03	90.03
3.	KLBF	7.69	7.69	7.69	7.69	7.69
4.	MERK	73.99	73.99	73.99	73.99	73.99
5.	INAF	80.66	80.66	80.66	80.66	80.66
6.	PYFA	53.85	53.85	53.85	53.85	53.85
7.	TSPC	77.26	77.26	77.26	77.53	77.53

Sumber : *Laporan Tahunan Indonesian Stock Exchange (IDX) 2010-2014, Data Telah Diolah Oleh Penulis*

Berdasarkan pada Tabel 4.1 di atas bahwa tampak perkembangan perusahaan farmasi pada tahun 2010-2014 yang memiliki tingkat *shareholders* tertinggi adalah pada PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk, sebesar 92,66 %. Hal ini berarti seorang Manajer sekaligus pemegang saham pada perusahaan tersebut terbukti tidak memanipulasi laba untuk kepentingannya sendiri sehingga berdampak pada kepercayaan pemegang saham bahwa manajer tetap dapat menjalankan perusahaan dengan baik. Sedangkan yang memiliki tingkat *shareholders* terendah adalah PT Kalbe Farma Tbk, sebesar 7,69 %. Hal ini berarti jika kepemilikan saham rendah, maka ada kemungkinan perilaku oportunistik manajer akan meningkat.

⁵⁷ Haruman, Tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak.*

b. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan salah satu kegiatan manajer keuangan untuk memutuskan mengenai pembagian dividen kepada para pemegang saham dari laba yang didapat oleh perusahaan atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi masa depan. “*Dividend payout ratio* dapat dirumuskan dengan perbandingan *dividen per share* dengan *earning per share* dalam satuan persentase sebagai berikut”.⁵⁸

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{DPS (dividen per lembar saham)}}{\text{EPS (laba bersih per lembar saham)}}$$

Tabel 4.2
Data Dividen Payout Ratio Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014

Data Dividen Payout Ratio						
NO.	Nama Perusahaan	2010	2011	2012	2013	2014
1.	DVLA	30.30	29.17	39.49	30.72	34.1
2.	KAEF	20.02	20.01	15.29	25.00	0.20
3.	KLBF	51.09	65.09	66.77	44.97	43.14
4.	MERK	66.00	124.78	0.07	0.08	80.23
5.	INAF	0	0	10.02	0	0
6.	PYFA	0	0	0	0	0
7.	TSPC	0,37	0,58	53,13	53,18	0

Sumber : Laporan Tahunan Indonesian Stock Exchange (IDX) 2010-2014, Data Telah Diolah Oleh Penulis

Berdasarkan tabel 4.2 di atas bahwa nilai rata-rata *Dividen Payout Ratio* perusahaan farmasi mengalami fluktuasi. Nilai DPR perusahaan farmasi pada tahun 2010 yang memiliki tingkat DPR tertinggi adalah PT. Merck Tbk, sebesar 66,00% dan pada tahun 2011 adalah sebesar 124,78%. Nilai rata-rata DPR pada

⁵⁸ Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Penerbit : Udayana University Press.

tahun 2012-2013 mengalami penurunan dari tahun sebelumnya sebesar 0.07% dan 0.08%. Kemudian nilai rata-rata DPR pada tahun 2014 meningkat kembali menjadi 80.23% sehingga perusahaan dapat membagikan dividen kepada pemegang saham secara terus-menerus dan perusahaan akan memiliki kepercayaan dari pemilik saham sehingga perusahaan tetap dapat dijalankan dengan baik.

c. Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan (NP) sebagai nilai pasar, karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran kepada pemegang saham secara maksimum apabila harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi tingkat kemakmuran dari pemegang saham. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *price book value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga pasar penutupan dari saham perusahaan yang bersangkutan pada akhir tahun dengan nilai buku saham. “Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh”.⁵⁹ Rumus yang dapat digunakan ialah :

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

⁵⁹ Hardiningsih, Pancawati. “Determinan Nilai Perusahaan.” *Dalam JAI* 5.2 (2009): 231-250.

Tabel 4.3
Data Price to Book Value Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014

Data PBV Perusahaan Farmasi						
No.	Nama Perusahaan	2010	2011	2012	2013	2014
1.	DVLA	2.05	1.77	2.25	2.69	1.97
2.	INAF	0.79	0.83	1.57	0.80	1.98
3.	KAEF	0.79	1.51	2.86	2.02	4.75
4.	KLBF	5.72	5.30	7.30	6.89	9.30
6.	MERK	5.95	6.01	8.17	8.27	6.97
6.	PYFA	0.88	1.14	1.08	0.84	0.77
7.	TSPC	2.91	3.77	5.00	3.79	3.15

Sumber : *Laporan Tahunan Indonesian Stock Exchange (IDX) 2010-2014, Data Telah Diolah Oleh Penulis.*

Berdasarkan pada tabel 4.3 diatas bahwa rata-rata nilai perusahaan Farmasi pada tahun 2010 yang memiliki tingkat PBV tertinggi adalah pada perusahaan PT. Merk tbk, sebesar 5,95%. Hal ini berarti nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat PBV terendah adalah PT. Indofarma tbk, dan PT. Kimia Farma tbk, sebesar 0,79%. Hal ini disebabkan karena *book value* lebih besar daripada *market shares value*.

Pada tahun 2011 yang memiliki tingkat PBV tertinggi adalah pada perusahaan PT. Merk tbk, sebesar 6.01%. Hal ini berarti nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai

perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat PBV terendah adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 0,83%. Hal ini disebabkan karena *book value* lebih besar daripada *market shares value*.

Pada tahun 2012 yang memiliki tingkat PBV tertinggi adalah pada perusahaan PT. Merk tbk, sebesar 8.17%. Hal ini berarti nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat PBV terendah adalah PT. Pyridam Farma tbk, sebesar 1,08%. Hal ini disebabkan karena *book value* lebih besar daripada *market shares value*.

Pada tahun 2013 yang memiliki tingkat PBV tertinggi adalah pada perusahaan PT. Merk tbk, sebesar 8.27%. Hal ini berarti nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat PBV terendah adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 0,80%. Hal ini

disebabkan karena perusahaan tersebut kembali mengalami penurunan pada nilai jual perusahaannya, sebab *book value* lebih besar daripada *market shares value*.

Pada tahun 2014 yang memiliki tingkat PBV tertinggi adalah PT. Kalbe Farma Tbk, sebesar 9,30%. Hal ini berarti nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat PBV terendah adalah PT. Pyridam Farma Tbk, sebesar 0,77%. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut kembali mengalami penurunan pada nilai jual perusahaannya, sebab *book value* lebih besar daripada *market shares value*.

d. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang disini adalah seberapa banyak penggunaan hutang oleh perusahaan sebagai pendanaannya. “Jadi besarnya hutang yang digunakan perusahaan dapat dilihat pada nilai DER perusahaan. Nilai DER dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut”⁶⁰

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

⁶⁰ Subramanyam, K R dan Wild, J John. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Salemba Empat: Jakarta

Tabel 4.4
Data Debt to Equity Ratio Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di
Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014

Data Debt to Eq Ratio						
NO.	Nama Perusahaan	2010	2011	2012	2013	2014
1.	DVLA	0.33	0.28	0.28	0.30	0.28
2.	KAEF	0.49	0.43	0.45	0.52	0.64
3.	KLBF	0.22	0.27	0.28	0.33	0.27
4.	MERK	0.20	0.18	0.37	0.36	0.29
5.	INAF	1.36	0.83	0.83	1.19	1.11
6.	PYFA	0.30	0.43	0.55	0.86	0.79
7.	TSPC	0.36	0.40	0.38	0.40	0.32

Sumber : Laporan Tahunan Indonesian Stock Exchange (IDX) 2010-2014, Data Telah Diolah Oleh Penulis

Berdasarkan pada tabel 4.4 diatas bahwa dapat diketahui nilai rata-rata kebijakan hutang perusahaan farmasi mengalami fluktuasi dari tahun 2010-2014. Tampak bahwa pada tahun 2010 perusahaan yang memiliki tingkat DER tertinggi adalah PT. Indofarma Tbk, sebesar 1,36%. Hal ini berarti Peningkatan level hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima. Semakin tinggi level hutang perusahaan, maka kemungkinan resiko keuangan dan kegagalan perusahaan juga semakin tinggi. Tampak bahwa terdapat kesesuaian dengan apa yang dikatakan oleh *Trade Off Theory* yaitu semakin banyak hutang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Sedangkan yang memiliki tingkat DER terendah adalah PT. Merk Tbk, sebesar 0,20%. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut paling sedikit menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan. Dengan begitu, semakin rendah

tingkat hutang perusahaan maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

Pada tahun 2011 perusahaan yang memiliki tingkat DER tertinggi adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 0,83%. Hal ini disebabkan karena struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan utang-utang yang relatif terhadap ekuitas. Sedangkan yang memiliki tingkat DER terendah adalah PT. Merk tbk, sebesar 0,18%. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut paling sedikit menggunakan utang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan. Tingkat hutang yang rendah diharapkan dapat mengurangi resiko keuangan dan kebangkrutan perusahaan.

Pada tahun 2012 perusahaan yang memiliki tingkat DER tertinggi adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 0,83%. Hal ini disebabkan karena hutang perusahaan lebih besar daripada ekuitas yang berasal dari setoran modal pemilik perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat DER terendah adalah PT. Darya-Varia Laboratoria tbk, dan PT. Kalbe Farma tbk, sebesar 0,28%. Hal ini disebabkan karena penggunaan hutang sebagai struktur pendanaan perusahaan mengalami penurunan daripada ekuitas yang berasal dari setoran modal pemilik perusahaan.

Pada tahun 2013 perusahaan yang memiliki tingkat DER tertinggi adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 1,19% yang meningkat dari tahun 2012. Hal ini disebabkan karena struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan utang-utang yang relatif terhadap ekuitas sehingga semakin tinggi level hutang perusahaan, maka kemungkinan resiko keuangan dan kegagalan perusahaan juga semakin tinggi. Sedangkan yang memiliki tingkat DER terendah adalah PT.

Darya-Varia Laboratoria tbk, sebesar 0,30%. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut paling sedikit menggunakan utang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan sehingga tingkat hutang yang rendah diharapkan dapat mengurangi resiko keuangan dan kebangkrutan perusahaan.

Pada tahun 2014 perusahaan yang memiliki tingkat DER tertinggi adalah PT. Indofarma tbk, sebesar 1,11%. Hal ini disebabkan karena struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan utang-utang yang relatif terhadap ekuitas sehingga semakin tinggi level hutang perusahaan. Sedangkan yang memiliki tingkat DER terendah adalah PT. Kalbe Farma tbk, sebesar 0,27%. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut paling sedikit menggunakan utang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan sehingga tingkat hutang yang rendah diharapkan dapat mengurangi resiko keuangan dan kebangkrutan perusahaan.

H. Pengaruh Antar Variabel

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikannya. “Cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang

dimiliki perusahaan”.⁶¹ Debt yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin. Tindakan ini di sisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak bisa berkembang dengan cepat, dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditor.

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* menggambarkan hasil positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio*.⁶²

Kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Islam menganjurkan umatnya untuk segera melunasi utang ketika sudah sampai pada jangka waktu yang sudah ditentukan sesuai dengan kesepakatan pihak terkait. Sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an surah Al-Maidah ayat 1:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحْلَتْ لَكُمْ بِهِيْمَةُ الْإِنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحْلِي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ ۝١

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
ALMA ADIN
MAKASSAR
Terjemahnya :

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya”.⁶³

⁶¹ Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver, Sandra L. H. Pua, 1999, “Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure”, <http://ssrn.com/abstract=181888>.

⁶² Wahidahwati, Januari 2002, “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Yogyakarta.

⁶³ Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya : Syaamil, QS Al-Maidah ayat 1

Aqad yang dimaksudkan pada ayat tersebut adalah perjanjian, baik itu kepada Allah SWT, maupun perjanjian yang dibuat oleh manusia dalam pergaulannya, termasuk di dalamnya yaitu perjanjian dalam memenuhi kewajiban (hutang). Keuntungan yang diperoleh perusahaan bukan sekedar untuk perluasan usaha (ekspansi), tapi juga untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam melunasi hutangnya.

2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Pembayaran dividen adalah suatu bagian dari monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Selain itu, pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. “Manajemen akan menahan pembayaran dividen jika saham yang dimiliki manajer semakin banyak. Hal ini berarti ada hubungan negatif antara dividen dengan kepemilikan manajerial”.⁶⁴

⁶⁴ Sri Murni dan Andriana., 2007, Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, Pebruari, Hlm. 15-24.

Perusahaan yang mempunyai *dividen payout ratio* tinggi akan menyukai perusahaan dengan modal sendiri. Di samping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Penelitian tentang hubungan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang menghasilkan pengaruh yang signifikan dan negatif antara pembayaran dividen terhadap kebijakan hutang. Perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman.

Konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma islam, sekaligus merupakan hakikat ilmu dan amal, oleh karena itu investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim. Sebagaimana firman Allah SWT dalam Al-Quran surah Al-Isra ayat 35 sebagai berikut:

وَأَوْفُوا الْكَيْلَ إِذَا كِلْتُمْ وَزِنُوا بِالْقِسْطَاسِ الْمُسْتَقِيمِ ۚ ذَٰلِكَ خَيْرٌ
وَأَحْسَنُ تَأْوِيلًا ﴿٣٥﴾

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
ALA UDDIN
M A K A S S A R

Terjemahnya:

“Dan sempurnakanlah takaran apabila kamu menakar, dan timbanglah dengan neraca yang benar. Itulah yang lebih utama (bagimu) dan lebih baik akibatnya”.

Ayat diatas menjelaskan mengenai bahwa laba tersebut ada hal-hal yang dilarang mengenai cara perolehannya. Seperti kecurangan, penipuan dan menyembunyian. Dalam Al-Quran surah al-Isra ayat 35 dijelaskan bahwa dalam menentukan laba harus sesuai, tidak kurang ataupun lebih, sesuai dengan perintah

Allah SWT. Serta wajib untuk menyempurnakan ukuran dalam akun-akun yang ada di neraca laporan keuangan.

3. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberikan manfaat bagi perusahaan yaitu berupa penghematan pajak. Disisi lain penggunaan hutang juga akan meningkatkan biaya bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya. Jadi dalam menentukan kebijakan hutangnya, perusahaan harus mempertimbangkannya dengan lebih baik karena penggunaan hutang ini akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Penambahan hutang suatu perusahaan akan membuat pihak *eksternal* meningkatkan pengawasan kepada perusahaan tersebut. Dengan begitu, kinerja manajer akan membaik, karena jika terjadi tindak *opportunistic* maka akan merugikan perusahaan dan menurunkan nilai. Jika seperti itu maka pihak *eksternal* tidak akan mau memberikan modal kembali. Teori *signalling* menyebutkan bahwa hutang yang semakin banyak akan menjadi sinyal positif terhadap investor, karena investor beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai hutang adalah perusahaan yang berprospek di masa depan dan mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai penilaian yang baik dari pihak kreditur karena dapat dengan mudah untuk mendapatkan hutang. Perusahaan dengan prospek yang baik cenderung menghindari penjualan saham dan lebih menggunakan hutang.

Perusahaan yang memiliki nilai pasar yang tinggi akan cenderung untuk melakukan peratan laba, karena perusahaan akan cenderung menjaga konsistensi labanya agar nilai pasar perusahaan tetap tinggi sehingga dapat lebih menarik arus sumber daya ke dalam perusahaannya. Tujuan utama investasi bukanlah semata bertambahnya harta, tapi juga bertambahnya infak sosial. Sebagai penegasan dari fungsi sosial harta sebagaimana firman Allah SWT dalam Al-Quran surah Al-Baqarah ayat 267 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَنْفِقُوا مِنْ طَيِّبَاتِ مَا كَسَبْتُمْ وَمِمَّا أَخْرَجْنَا لَكُمْ
مِّنَ الْأَرْضِ ۖ وَلَا تَيَمَّمُوا الْخَبِيثَ مِنْهُ تُنْفِقُونَ وَلَسْتُمْ بِكَافِرِينَ إِلَّا أَنْ
تُغْمِضُوا فِيهِ ۚ وَاعْلَمُوا أَنَّ اللَّهَ غَنِيٌّ حَمِيدٌ

Terjemahnya:

“ Hai orang-orang yang beriman, nafkahkanlah (di jalan Allah) sebagian dari hasil usahamu yang baik-baik dan sebagian dari apa yang kami keluarkan dari bumi untuk kamu. dan janganlah kamu memilih yang buruk-buruk lalu kamu menafkahkan daripadanya, padahal kamu sendiri tidak mau mengambilnya melainkan dengan memincingkan mata terhadapnya. dan Ketahuilah, bahwa Allah Maha Kaya lagi Maha Terpuji”.

Nilai suatu harta tidak ditentukan oleh jumlah, melainkan juga oleh keluasan manfaatnya. Maka nilai suatu harta akan bertambah melalui infak fi sabilillah dan di jalan-jalan kebaikan.

4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Menurut *agency teory*, pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara prinsipal dan agen untuk

memaksimalkan utitilasnya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham.

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan namun dengan hasil yang berbeda-beda pula. Semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka semakin kuat kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan.

Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Suatu ancaman bagi perusahaan jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri bukan untuk kepentingan perusahaan. Dalam hal ini, masing-masing pihak mempunyai kepentingan sendiri-sendiri. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Masing-masing pihak memiliki risiko terkait dengan fungsinya, manajer memiliki risiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki risiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer. “Dalam teori keagenan, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan

antara *agent* dan *principal*”.⁶⁵ Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya struktur kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan. Sebab manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Sebagaimana firman Allah SWT dalam al-Quran surah An-Nisa ayat 29 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ
تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ
رَحِيمًا

Terjemahnya:

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu”.

⁶⁵ Rachmawati Andri dan Hanung Triatmoko. Universitas Sebelas Maret (UNS). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. <https://info.perbanasinstitute.ac.id>. (6 Juni. 2009).

Ayat tersebut menganjurkan untuk mencari harta salah satunya dengan jalan perniagaan. Manusia dituntut untuk mencari harta dengan jalan yang benar (sesuai koridor syari'at) tidak mengambil hak milik orang lain secara paksa hanya untuk memperkaya diri sendiri. Dalam usahanya memperoleh laba, memang sudah sepantasnya seseorang berdasar atas suka sama suka guna terciptanya kesejahteraan masing-masing pihak. Sehingga tidak ada salah satu pihak yang merasa dirugikan dari apa yang diusahakannya. Laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan sangat bermanfaat baik itu bagi pemegang saham yang mendapat keuntungan berupa dividen, maupun bagi pihak perusahaan (manajer) dimana dengan bertambahnya laba maka modal untuk pengembangan bisnis perusahaan kedepan juga akan semakin baik.

5. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan.

Teori *Bird In The Hand* menganggap bahwa pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa yang akan datang. Berbeda dengan *bird in hand theory*, “*signaling theory* menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh di masa yang akan datang”.⁶⁶ Sehingga pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berimplikasi positif pada nilai perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting.

Kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif.⁶⁷

Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

⁶⁶ Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan; Aplikasi Dan Teori*. BPFE-Yogyakarta; Yogyakarta

⁶⁷ Okpara, Godwin Chigozie. 2010. AsyModigliani dan Milleretric Information And Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220.

Dividen adalah sebagian keuntungan perusahaan yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Nilai perusahaan dapat dimaksimumkan dengan kebijakan dividen.⁶⁸

Banyaknya investor yang berinvestasi diperusahaan tersebut dapat menyebabkan meningkatnya harga saham sehingga dengan meningkatnya harga saham akan meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri. Jadi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Prospek perusahaan yang bagus dipengaruhi oleh pembayaran dividen yang meningkat, dengan prospek perusahaan yang bagus akan direspon oleh investor dengan membeli saham sehingga nilai perusahaan meningkat.

Kegiatan investasi dianjurkan untuk tidak memakan harta partner kerja atau partner investasi dan ketika waktu mendapatkan keuntungan telah tiba, dianjurkan untuk membagikan hasil (laba) yang diperoleh kepada pihak-pihak terkait. Sehingga dalam Al-Qur'an surah Al-An'am ayat 141, ditegaskan agar dalam segala kegiatan investasi dapat saling memberikan keuntungan satu sama lain.

﴿وَهُوَ الَّذِي أَنشَأَ جَنَّاتٍ مَّعْرُوشَاتٍ وَغَيْرَ مَعْرُوشَاتٍ وَالنَّخْلَ وَالزَّرْعَ مُخْتَلِفًا أَكْلُهُ
وَالزَّيْتُونَ وَالرُّمَّانَ مُتَشَبِهًا وَغَيْرَ مُتَشَبِهٍ كُلُوا مِن ثَمَرِهِ إِذَا أَثْمَرَ وَءَاتُوا حَقَّهُ يَوْمَ
حَصَادِهِ وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ ۝ ١٤١﴾

Terjemahnya:

“Dan Dialah yang menjadikan kebun-kebon yang berjunjung dan yang tidak berjunjung, pohon korma, tanam-tanaman yang bermacam-macam buahnya, zaitun dan delima yang serupa (bentuk dan warnanya) dan tidak sama (rasanya). makanlah dari buahnya (yang bermacam-macam itu) bila dia berbuah, dan tunaikanlah haknya di hari memetik hasilnya (dengan disedekahkan kepada fakir miskin); dan janganlah kamu berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang yang berlebih-lebihan”.⁶⁹

⁶⁸ Sri Hermuningsih. 2012. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN

⁶⁹ Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya : Syaamil.

Ayat diatas disinggung mengenai pembagian keuntungan atau laba perusahaan, yang sebagian merupakan hak orang lain atau investor. Pembagian keuntungan disini dapat berupa dividen, namun dapat pula berupa laba ditahan yang tidak dibagikan kepada para investor namun akan digunakan kembali untuk kegiatan operasional perusahaan. Dengan tujuan untuk lebih meningkatkan laba perusahaan, selain dalam Al-Qur'an surah Al-An'am ayat 141. Mengenai pembagian hasil atau laba kepada investor atau pihak-pihak yang memiliki hak terhadap laba tersebut.

I. Hasil Penelitian

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Koefisien pengaruh variabel struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap kebijakan hutang (Y1) sebesar 0.03 dengan nilai t sebesar 1.994 pada taraf signifikan 0.46. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (Y1) ini berarti bahwa pada saat terjadi peningkatan struktur kepemilikan manajerial (X1) perusahaan, maka akan diikuti dengan kenaikan kebijakan hutang (Y1) dengan asumsi klasik faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya kebijakan hutang dianggap konstan.

Nilai statistik t hitung pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap kebijakan hutang (Y1) sebesar 1.994 dengan signifikansi 0.46 atau dibawah 0.05. Ini berarti struktur kepemilikan manajerial (X1) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (Y1).

2. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Koefisien pengaruh variabel Kebijakan Dividen (X_2) terhadap Kebijakan Hutang (Y_1) sebesar -0.05 dengan nilai t sebesar -3.833 pada taraf signifikan 0.00. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen (X_2) berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang (Y_1). Ini berarti bahwa pada saat terjadi peningkatan kebijakan dividen perusahaan, maka akan diikuti dengan penurunan kebijakan hutang dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya kebijakan hutang (Y_1) dianggap konstan.

Nilai statistik t dihitung pengaruh kebijakan dividen (X_2) terhadap kebijakan hutang (Y_1) sebesar -3.833 dengan signifikansi 0.00 atau dibawah 0.05. Ini berarti pengaruh kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (Y_1).

3. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Koefisien pengaruh variabel Kebijakan Hutang (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_2) sebesar -2.641 dengan nilai t sebesar -2.073 pada taraf signifikan 0.038. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa Kebijakan Hutang (Y_1) berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan (Y_2). Ini berarti bahwa pada saat terjadi peningkatan Kebijakan Hutang (Y_1) perusahaan, maka akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y_2) dianggap konstan.

Nilai statistik t pengaruh Kebijakan Hutang (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_2) sebesar -2.073 dengan signifikansi 0.038 atau dibawah 0.05. Ini berarti Kebijakan Hutang berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_2).

4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Koefisien pengaruh variabel struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar -0.45 dengan nilai t sebesar -3.776 pada taraf signifikan 0.00. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Y2) ini berarti bahwa pada saat terjadi peningkatan struktur kepemilikan manajerial (X1) perusahaan, maka akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan (Y2) dengan asumsi klasik faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya nilai perusahaan dianggap konstan.

Nilai statistik t hitung pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) sebesar -3.776 dengan signifikansi 0.00 atau dibawah 0.05. Ini berarti struktur kepemilikan manajerial (X1) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2).

Pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui kebijakan hutang (Y1) adalah sebesar -0.08. Ini mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif jika melalui kebijakan hutang sebesar -0.08.

5. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Koefisien pengaruh variabel Kebijakan Dividen (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 0.34 dengan nilai t sebesar 2.831 pada taraf signifikan 0.05. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen (X2) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Y2). Ini berarti bahwa pada saat terjadi

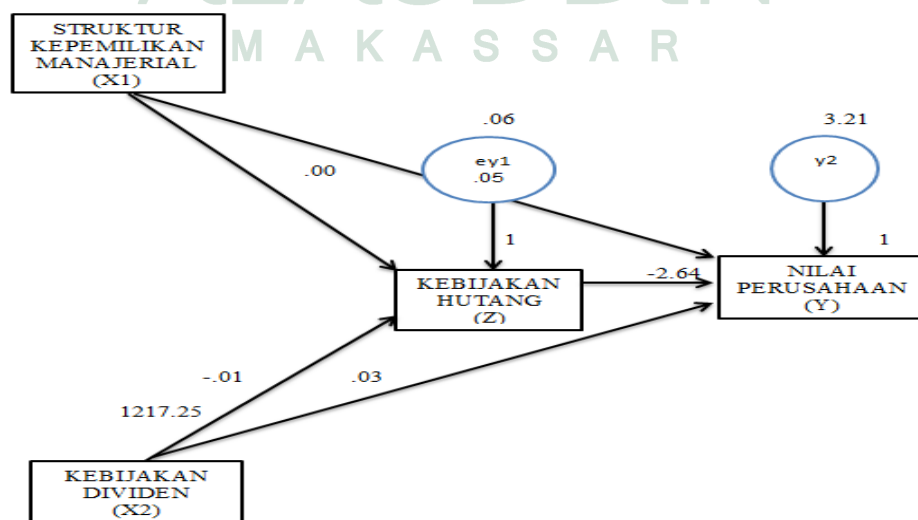
peningkatan kebijakan dividen perusahaan, maka akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya nilai perusahaan (Y2) dianggap konstan.

Nilai statistik t dihitung pengaruh kebijakan dividen (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) sebesar 2.831 dengan signifikansi 0.05 atau dibawah 0.05. Ini berarti pengaruh kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2).

Pengaruh kebijakan dividen (X2) terhadap nilai perusahaan (X2) melalui kebijakan hutang (Y1) adalah sebesar 0.14. Ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif jika melalui kebijakan hutang sebesar 0.014.

Hubungan fungsional struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang lebih jelas ditampilkan pada gambar dibawah ini:

Gambar 4.1
Hubungan Antar Variabel Dalam Bentuk Skema



a. Total pengaruh (*Total Effect*)

Total pengaruh masing-masing variabel eksogen dan endogen yaitu Struktur Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang pada tabel berikut.

Tabel 4.5. Pengaruh Total Antar Variabel

No	Pengaruh langsung	Nilai
1	Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	-0.53
2	Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	0.048

Sumber : output lampiran, data diolah 2016

Berdasarkan Tabel 4.5 di atas dapat dijelaskan sebagai berikut :

- 1) Pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) adalah sebesar -0.53. Ini mengindikasikan bahwa secara bersama-sama pengaruh struktur kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif sebesar -0.53.
- 2) Pengaruh kebijakan dividen (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) adalah 0.048. Ini mengindikasikan bahwa secara bersama-sama pengaruh kebijakan dividen (X2) dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Y2) secara positif sebesar 0.048.

b. Indirect Effects

Indirect effects masing-masing variabel eksogen yaitu struktur kepemilikan manajerial, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada tabel berikut.

Tabel 4.6. Indirect Effects Antar Variabel

No	Pengaruh tidak langsung	Nilai
1	Pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang	-.0.08
2	Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang	.0.014

Sumber : output lampiran, data diolah 2016.

Berdasarkan tabel 4.6 di atas dapat dijelaskan sebagai berikut :

- 1) Pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui kebijakan hutang (Y1) adalah sebesar -0.08. Ini mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif jika melalui kebijakan hutang sebesar -0.08.
- 2) Pengaruh kebijakan dividen (X2) terhadap nilai perusahaan (X2) melalui kebijakan hutang (Y1) adalah sebesar 0.014. Ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif jika melalui kebijakan hutang sebesar 0.014

J. Pembahasan

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis pertama yaitu struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 sehingga H1 dapat diterima. Hal ini berarti bahwa dengan keberadaan hutang akan memaksa manajer untuk mengurangi konsumsi istimewanya dan menjadi lebih efisien sehingga akan

memperkecil kemungkinan perusahaan menghadapi kebangkrutan dan kehilangan kontrol serta reputasi. Namun, tingkat hutang yang terlalu tinggi akan menghadapkan perusahaan pada *agency cost* dari hutang, terutama dalam bentuk insentif pengalihan risiko (*risk shifting incentive*). Pengalihan risiko berarti bahwa dengan meningkatnya hutang, pemegang saham akan cenderung lebih menyukai proyek yang berisiko tinggi, karena dengan menjalankan proyek yang berisiko tinggi tersebut pemegang saham akan dapat membayar kembali para pemegang obligasi dan menikmati laba sisanya apabila proyek tersebut berhasil. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak managerial membuat manager menerima konsekuensi secara langsung dari setiap keputusan yang dibuat. Semakin besar kepemilikan managerial maka manager cenderung berusaha untuk meningkatkan kinerjanya demi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri.

Perusahaan akan dirugikan jika manager bertindak untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk kepentingan pemegang saham. Keadaan inilah yang memunculkan konflik keagenan antara manager dengan pemilik perusahaan. Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Manager apabila gagal menjalankan fungsinya akan berisiko tidak ditunjuk lagi sebagai manager perusahaan, sementara pemegang saham akan berisiko kehilangan modalnya kalau salah memilih manager. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan pengelolaan.

Penelitian ini juga mendukung teori yang mengatakan investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting di dalam struktur modal perusahaan. Jika kepemilikan manajerial di dalam perusahaan meningkat, maka meningkatnya hutang akan semakin menarik, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham.⁷⁰

Akan tetapi, semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar risiko dan biaya modal sendiri akan bertambah. Penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Leland dan Pyle serta Kim dan Sorensen memberikan argumen akan adanya hubungan yang positif dan signifikan, yaitu kepemilikan manajerial menyebabkan pemilihan akan kebijakan hutang. Struktur kepemilikan manajerial diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki manajemen dibagi total saham beredar (dalam bentuk persentase).

2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis kedua yaitu kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 sehingga H2 dapat diterima. Hal ini disebabkan karena tingkat rasio dividen yang rendah akan membuat penggunaan utang yang tinggi. Dividen pada dasarnya merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor.

⁷⁰ Jensen., M C, Meckling, 1976, Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, pp. 305-360

Kebijakan dividen ini diambil terkait dengan jumlah arus kas di dalam perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan dana yang ada untuk membiayai operasional dan membagikan tingkat dividen yang rendah kepada pemilik saham, maka perusahaan akan meningkatkan pendanaan melalui utang. Demikian juga sebaliknya ketika tingkat pembagian dividen yang tinggi, maka perusahaan akan cenderung menurunkan tingkat utang yang digunakan perusahaan. Ini berarti bahwa semakin tinggi rasio pembagian dividen yang diharapkan oleh pemilik saham maka proporsi hutang yang seharusnya diambil oleh manajer semakin kecil. “Adapun teori yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer”.⁷¹ Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang.

Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati. Temuan ini juga konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan investasi dengan menggunakan sumber dana dari emisi saham baru (*right issue*) akan merupakan kabar buruk bagi investor dan pemegang saham, karena penerbitan saham baru akan menambah jumlah lembar saham dan tidak adanya penghematan pajak dari hutang serta *agency cost of equity* akan meningkat sehingga laba per lembar saham akan menurun. Penelitian yang membahas tentang pengaruh kebijakan

⁷¹ Jensen., MC, Solberg and Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, pp. 247-263

dividen terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Soesetio, Djabid, dan Larasati. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasati yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Demikian juga dengan hasil penelitian Jensen et al, Moh'd et al, serta Murni dan Andriana menghasilkan pengaruh yang signifikan dan negatif antara pembayaran dividen terhadap kebijakan hutang. Perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Kebijakan dividen diperoleh dari dividen per lembar saham dibagi laba bersih per lembar saham (dalam bentuk persentase).

3. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ketiga yaitu kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 sehingga H3 dapat diterima. Hal ini disebabkan oleh Penggunaan hutang sangat sensitif pengaruhnya terhadap perubahan naik atau turunnya nilai perusahaan.

Penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan karena penggunaan hutang dapat menghemat pajak. Penggunaan hutang yang tinggi juga dapat menurunkan nilai perusahaan karena adanya kemungkinan timbulnya biaya kepailitan dan biaya keagenan. Penelitian ini juga mendukung teori yang menyatakan bahwa kebijakan penggunaan hutang dalam perusahaan juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. hal ini berkaitan dengan biaya yang akan dikeluarkan akibat penggunaan hutang serta manfaat yang didapatkan dari penggunaan hutang.⁷²

⁷² Weston, J Fred dan Thomas E. Copeland.1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jilid 1. Jakarta: Erlangga.

Besarnya hutang yang ditetapkan oleh perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan itu sendiri. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang.

Penggunaan hutang akan memberikan manfaat bagi perusahaan yaitu berupa penghematan pajak. Disisi lain penggunaan hutang juga akan meningkatkan biaya bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya. Jadi dalam menentukan kebijakan hutangnya, perusahaan harus mempertimbangkannya dengan lebih baik karena penggunaan hutang ini akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Said serta Sujoko dan Soebiantoro yang membuktikan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang diperoleh dari total kewajiban dibagi ekuitas pemegang saham.

4. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Hipotesis keempat yaitu struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 sehingga H4 dapat diterima. Hal ini berarti bahwa pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan tidak memberikan kinerja terbaik mereka dimana para dewan direksi dan komisaris masih mempunyai kepentingan pribadi yang lebih mereka utamakan

dibandingkan dengan meningkatkan kinerja yang sekaligus akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hal ini disebabkan adanya kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan dimungkinkan karena belum banyak manajer perusahaan di Indonesia (khususnya perusahaan dalam sampel) memiliki saham perusahaan yang dikelolanya dengan jumlah yang cukup signifikan. Dengan jumlah kepemilikan saham yang kecil tersebut menyebabkan manajer lebih mementingkan tujuannya sebagai seorang manajer dari pada sebagai pemegang saham. Hal inilah yang dapat menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*). Adanya konflik keagenan akan menurunkan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan berdampak pada kekayaan para pemegang saham.

Biaya keagenan adalah sebagai biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mendorong manajer agar memaksimalkan harga saham jangka panjang daripada bertindak sesuai kepentingan mereka sendiri.⁷³

Disisi lain manajer dengan kepemilikan manajerial yang kecil tersebut mengabaikan peran dan kedudukannya sebagai pemegang saham. Kebijakan yang diambil manajer tersebut akan lebih berisiko tinggi, misal hutang yang tinggi akan menyebabkan nilai perusahaan menurun.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*.⁷⁴

Kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan membuat manajemen berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang dapat

⁷³ Eugene Brigham F dan Houston, Joel F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.

⁷⁴ Diana, D.N.A. dan Gugus Irianto. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*, 1(1): 1—16

ditempuh manajemen adalah mengurangi *financial risk* perusahaan melalui penurunan tingkat utang.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian terdahulu yang menjadi acuan dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.⁷⁵

Namun Penelitian ini sejalan dengan Lasfer, Faccio dan Ruan yang menemukan hubungan yang negatif antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki manajemen dibagi total saham beredar (dalam bentuk persentase).

5. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Hipotesis kelima yaitu kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 sehingga H5 dapat diterima. Hal ini berarti bahwa nilai perusahaan dapat tercermin dari kemampuan perusahaan tersebut untuk membayarkan dividen. Pembayaran dividen yang tinggi merupakan sinyal bagi investor, tingginya nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingginya pembayaran dividen, ketika pembayaran dividen yang dilakukan tinggi sehingga harga saham akan tinggi dan berdampak terhadap meningkatnya nilai perusahaan.

Hal ini berarti bahwa pembayaran dividen dapat meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal dalam operasi perusahaan. Dengan adanya penggunaan hutang akan terjadi penghematan pajak yang pada akhirnya

⁷⁵ Soliha, E. dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.

meningkatkan nilai perusahaan. Dividen pada dasarnya merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor. Kebijakan dividen ini diambil terkait dengan jumlah arus kas di dalam perusahaan.

Ketika perusahaan menggunakan dana yang ada untuk membiayai operasional dan membagikan tingkat dividen yang rendah kepada pemilik saham, maka perusahaan akan meningkatkan pendanaan melalui utang. Demikian juga sebaliknya ketika tingkat pembagian dividen yang tinggi, maka perusahaan akan cenderung menurunkan tingkat utang yang digunakan perusahaan. Ini berarti bahwa semakin tinggi rasio pembagian dividen yang diharapkan oleh pemilik saham maka proporsi hutang yang seharusnya diambil oleh manajer semakin kecil. “Pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer”.⁷⁶ Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati. “Hasil ini mendukung penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan”.⁷⁷

⁷⁶ Jensen., MC, Solberg and Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, pp. 247-263

⁷⁷ Sujoko dan U. Sobiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9 No. 1. Maret: hal. 41-48.

Hal ini mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen karena adanya kepastian tentang *return* investasinya serta dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Selain itu, pembagian dividen lebih kecil risikonya dibandingkan *capital gain* sehingga pembayaran dividen yang tinggi akan meminimumkan biaya modal yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan. “Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang menyatakan bahwa adanya pengaruh positif serta signifikan dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan”.⁷⁸ Relevansi kebijakan dividen dengan nilai perusahaan berdampak kepada nilai perusahaan tercermin dari perubahan harga saham perusahaan. Prospek perusahaan yang bagus dipengaruhi oleh pembayaran dividen yang meningkat, dengan prospek perusahaan yang bagus akan direspon oleh investor dengan membeli saham sehingga nilai perusahaan meningkat. Dividen pada dasarnya merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor. Kebijakan dividen diperoleh dari dividen per lembar saham dibagi laba bersih per lembar saham (dalam bentuk persentase).

⁷⁸ Raharja Fenandar dan Surya. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponogoro Journal Of Accounting*, 1(2) : h : 1-10.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data, pengujian hipotesis dan pembahasan penelitian yang dilakukan pada perusahaan sub sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah :

1. Struktur kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan *Managerial Ownership* (MOWN) berkontribusi positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Ini berarti struktur kepemilikan manajerial meningkat akan diikuti dengan peningkatan kebijakan hutang. Begitu pula sebaliknya, ketika struktur kepemilikan manajerial menurun maka akan diikuti dengan menurunnya kebijakan hutang dengan asumsi faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang dianggap konstan.
2. Kebijakan dividen yang diproksikan dengan DPR (*Dividen Payout Ratio*) berkontribusi negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Ini berarti saat kebijakan dividen meningkat akan diikuti dengan penurunan kebijakan hutang. Begitu pula sebaliknya, ketika kebijakan dividen menurun akan diikuti dengan

3. peningkatan hutang dengan asumsi faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang dianggap konstan.
4. Kebijakan hutang berkontribusi negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV (*Price Book Value*) pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Ini berarti saat kebijakan hutang meningkat maka akan diikuti penurunan nilai perusahaan. Begitu pula sebaliknya, ketika kebijakan utang menurun maka akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan dengan asumsi faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan dianggap konstan.
5. Struktur kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan *Managerial Ownership* (MOWN) berkontribusi negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV (*Price Book Value*) melalui kebijakan hutang yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Ini berarti saat struktur kepemilikan manajerial meningkat akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Begitu pula sebaliknya, ketika struktur kepemilikan manajerial menurun maka akan diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dengan asumsi faktor lain yang mempengaruhi kebijakan nilai perusahaan dianggap konstan.
6. Kebijakan dividen yang diproksikan dengan DPR (*Dividen Payout Ratio*) berkontribusi positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan diproksikan dengan PBV (*Price Book Value*) melalui kebijakan hutang yang diproksikan

dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Ini berarti saat kebijakan dividen meningkat akan diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Begitupula sebaliknya, ketika kebijakan dividen menurun akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dengan asumsi faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan dianggap konstan.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan pada penelitian ini, maka dapat disampaikan beberapa saran berikut ini :

1. Dalam pelaksanaan operasi, perusahaan sebaiknya mengurangi proporsi pendanaan dari hutang sehingga dapat mengurangi *financial distress*, karena pendanaan dari hutang perusahaan menyebabkan *financial distress* dan *agency cost* lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang, akibatnya perusahaan sangat rentan terhadap gejolak perekonomian.
2. Peneliti menyarankan perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham, baik melalui pasar modal, joint stock dan dana pensiun. sehingga dapat tercapai kepemilikan mayoritas yang independen dengan manajemen sesuai dengan peraturan yang ada, yang pada akhirnya mengurangi praktek-praktek yang tidak sehat yang dapat merugikan pemegang saham minoritas. Selain itu Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tidak terbatas dari informasi internal dari perusahaan. Faktor eksternal juga mempunyai

pengaruh terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, disarankan bagi peneliti selanjutnya juga dapat menggunakan faktor eksternal dari kondisi makro seperti tingkat suku bunga, PDB, inflasi, nilai tukar, dan lain-lain.

3. Bagi peneliti selanjutnya, dengan penelitian ini diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian yang lebih lanjut berkaitan dengan faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan mengganti objek penelitian yakni mungkin saja sektoral ataupun yang lainnya, serta menambah periode pengamatan, dan alangkah lebih bagus dengan menambah variabel-variabel lainnya seperti pajak, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan yang lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Babu, Suresh dan Jaine. 1986. "Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis With Reference To Capital Structure Practice In India". *Journal of Financial Management and Analysis*, pp.63-74.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver, Sandra L. H. Pua, 1999, "Theory and Evidence on the Relationship between Onwership Structure and Capital Structure", <http://ssrn.com/abstract=181888>.
- Christiawan, YJ. dan J. Tarigan. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9 No. I, Mei 2007: hal. 1-8.
- Diana, D.N.A. dan Gugus Irianto. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*, 1(1): 1—16
- D. Puteranto, Lastiyono dan Nursiam. Analisis Efisien Pasar Modal Indonesia Periode 1998–2000 (Studi pada PT Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 3. No. 1. April 2004.
- Darminto. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* (Februari 2010). Vol 8 No 1: 138-150.
- Departemen Agama RI, Al-Qur'an dan Terjemahnya.
- Fenandar, Gany Ibrahim dan Surya Raharja. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal Of Accounting*, 2012. h:1-10.
- Ferdinand, Augusty Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen Aplikasi Model-Model Rumit dalam Penelitian Untuk *Tesis Magister dan Disertasi Doktor*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang (2005).
- Hardiningsih, Pancawati. "Determinan Nilai Perusahaan." *Dalam JAI* 5.2 (2009): 231-250.

- Harjito, D.A. dan Nurfauziah."Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan "Jividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10. No.2. Desember 2006: hal. 121-136.
- Haruman, Tendi Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.2008.
- Hermuningsih, Sri. 2012. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi. "Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19. No.2. April 2004: hal. 176-196.
- Jensen; Meckling.1976. "Theory Of The Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3: 305-360.
- Jensen., MC, Solberg and Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, pp. 247-263
- Jogiyanto, Hartono. 1998. Pengenalan Komputer. Yogyakarta: CV. Andi Offset.
- Karsana, Y.W. dan Supriyadi.. "Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan anlara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XI No.2. September 2005: hal. 234-253.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16 No. 2, Juli :103-107
- Mar'ati, Fudji Sri. "Analisis Efisiensi Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan (JIMAT)* 3.2 (2012).
- Mamduh. "Manajemen Keuangan Edisi 1". BPFE : Yogyakarta 2004.
- Mahadwartha, Putu Anom, 2003, "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective", <http://ssrn.com/abstract=637582>.
- Miller, MH and Modigliani, F.1961. Dividend Policy under Asymetric Information. *Journal of Finance*. 411-433.

- Mutamimah. 2003. "Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia". *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 11 Juli. Pp 71-60.
- Murni, Sri dan Andriana., 2007, Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, Pebruari, Hlm. 15-24.
- M. Quraish Shihab, Tafsir Al-Misbah (Volume 2; Jakarta: Lentera Hati, 2009), h.497-499.
- Okpara, Godwin Chigozie. 2010. Asy Modigliani dan Milleretric Information And Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220.
- Rachmawati, A. dan H. Triatmoko. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X* Makasar 2012.
- Rizal, M.S. Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institusional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset terhadap Capital Structure. Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan. Semarang: *Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro*, 2007.
- Said, Salmah. *Manajemen Keuangan Suatu Pengantar*, (Makassar: Alauddin University Press, 2012), hal 201
- Sartono, R Agus. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas'ud. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *SNA IX*.
- Soliha, E. dan Taswan. "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9 No.2, September 2002: hal. 149-163.
- Sofyaningsih dan Hardiningsih. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* (Mei 2011). Vol 3 No 1: 68-87.

- Subramanyam, K R dan Wild, J John. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Salemba Empat: Jakarta
- Supriyanto, Budi, 2004, Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan yang Telah Go Publik dan Tercatat Di BEJ. *Tesis : Program Magister Manajemen STIE STIKUBANK Semarang*.
- Sujoko dan Soebiantoro. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* (Maret 2007). Vol. 9 No. 1: 41-48.
- Sugiyono, *Metode Penelitian Kombinasi*, (Bandung: Alfabeta, 2014), h.11.
- Syafruddin, M. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan pada Kinerja: Faktor Ketidakpastian Lingkungan sebagai Pemoderasi". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10 No.1, Juni 2006: hal. 85-99.
- Umar, A. "Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan, dan Struktur Kepemilikan: Suatu Perspektif Keagenan". *Majalah Ekonomi*. Tahun XIII No.1, April 2003: hal. 69-82.
- Wahyudi, U. dan H.P. Pawestri. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX* Padang 2006.
- Wahidahwati. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 5 No.1, Januari 2002: hal 1-16.
- Weston, J Fred dan Thomas E. Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jilid 1. Jakarta: Erlangga.
- Wijaya, P. dan B. A. Wijaya Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto 2010.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Penerbit : Udayana University Press.



LAMPIRAN

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
ALAUDDIN
M A K A S S A R

Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
y1 <-- x1	.003	.002	1.994	.046	
y1 <-- x2	-.005	.001	-3.833	***	
y2 <-- y1	-2.641	1.274	-2.073	.038	
y2 <-- x1	-.045	.012	-3.776	***	
y2 <-- x2	.034	.012	2.831	.005	

Covariances: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
x1 <--> x2	543.047	209.087	2.597	.009	

Variances: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
x1	978.833	237.402	4.123	***	
x2	1217.250	295.227	4.123	***	
ey1	.058	.014	4.123	***	
ey2	3.212	.779	4.123	***	

Matrices (Group number 1 - Default model)

Total Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x1	y1
y1	-.005	.003	.000
y2	.048	-.053	-2.641

Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x1	y1
y1	-.005	.003	.000
y2	.034	-.045	-2.641

Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x1	y1
y1	.000	.000	.000
y2	.014	-.008	.000

DVLA Darya-Varia Laboratoria Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JULY 2015

Main Board
Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)
Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 31 July 2015

Individual Index : 28.710
Listed Shares : 1,120,000,000
Market Capitalization : 1,747,200,000,000



COMPANY HISTORY

Established Date : 05-Feb-1976
Listing Date : 11-Nov-1994
Under Writer IPO :
PT Wardley James Capital Indonesia
Securities Administration Bureau :
PT Sharestar Indonesia
Baritasatu Plaza 7th Fl.
Jln. Jend. Gatot Subroto Kav. 35 - 36 Jakarta 12950
Phone : (021) 527-7966
Fax : (021) 527-7967

BOARD OF COMMISSIONERS

- Jocelyn Campos Hess
 - Clinton Andrew Campos Hess
 - Manuel P. Engwa
 - Mariano John L. Tan
 - Soedibyo Rahardjo *)
 - Sonny Kalana *)
 - Sunarto Prawirosujanto *)
- *) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

- Charles Robert B. Davis
- Angelito Celso C. Rancho
- Bhanuwati Citrasmi
- Carlos Olaveras Nava
- Frida Oktaria Chalid
- Marlia Hayati Goestam
- Yustina Endang Setyowati

AUDIT COMMITTEE

- Sunarto Prawirosujanto
- Francis B. Tupue
- Gilbert V. Aguillon
- Sonny Kalana

CORPORATE SECRETARY

Frida O. Chalid

HEAD OFFICE

Talavera Office Park 8th-10th Fl.
Jln. Letjen. T.B. Simatupang No. 22-26
Jakarta 12430
Phone : (021) 759-24500, 729-24500
Fax : (021) 759-24501

Homepage : <http://www.darya-varia.com>
Email : frida.chalid@darya-varia.com
info@darya-varia.com

SHAREHOLDERS (July 2015)

- Blue Sphere Singapore Pte. Ltd. 1,037,800,912 : 92.66%
- Public (<5%) 82,199,088 : 7.34%

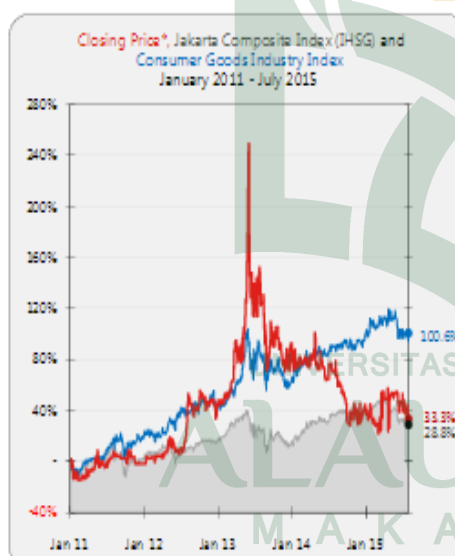
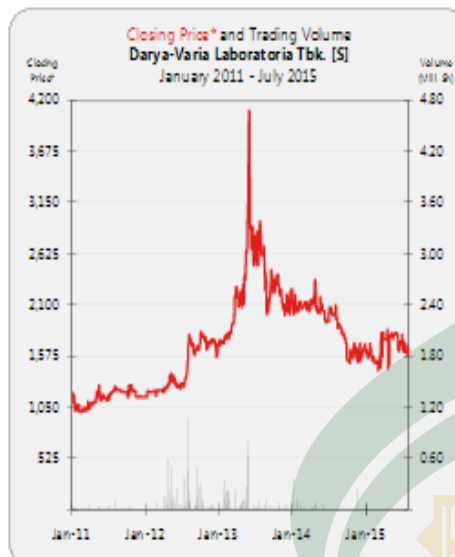
DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	F/T
1994		75.00	13-Jul-95	14-Jul-95	24-Jul-95	24-Aug-95	F
1995	1 : 1		27-Sep-95	28-Sep-95	06-Oct-95	24-Oct-95	B
1995		45.00	08-Jul-96	09-Jul-96	17-Jul-96	15-Aug-96	F
1996		60.00	24-Jul-97	25-Jul-97	04-Aug-97	27-Aug-97	F
2005		55.00	01-Aug-06	02-Aug-06	04-Aug-06	23-Aug-06	F
2007		45.00	27-Jun-08	26-Jun-08	01-Jul-08	15-Jul-08	F
2008		45.00	29-Jun-09	30-Jun-09	03-Jul-09	18-Jul-09	F
2009		45.00	13-Jul-10	14-Jul-10	16-Jul-10	30-Jul-10	F
2010		30.00	10-Jun-11	13-Jun-11	15-Jun-11	30-Jun-11	F
2011		31.50	08-Jun-12	11-Jun-12	13-Jun-12	27-Jun-12	F
2012		18.00	19-Feb-13	20-Feb-13	22-Feb-13	28-Feb-13	I
2012		34.50	25-Jun-13	26-Jun-13	28-Jun-13	12-Jul-13	F
2013		12.50	11-Oct-13	16-Oct-13	18-Oct-13	25-Oct-13	I
2013		22.00	23-Jun-14	24-Jun-14	26-Jun-14	10-Jul-14	F

ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	10,000,000	11-Nov-94	11-Nov-94
2.	Company Listing	20,670,000	11-Nov-94	11-Nov-94
3.	Convertible Bond	580,000	21-Nov-94	11-Jun-95
4.	Stock Split	31,250,000	12-Oct-95	12-Oct-95
5.	Bonus Shares	62,500,000	26-Oct-95	26-Oct-95
6.	Right Issue	15,000,000	03-May-96	03-May-96
7.	Right Issue	420,000,000	03-Jul-98	03-Jul-98
8.	Stock Split	560,000,000	12-Nov-10	12-Nov-10

DVLA Darya-Varia Laboratoria Tbk. [S]



SHARES TRADED	2011	2012	2013	2014	Jul-15
Volume (Million Sh.)	3	26	22	7	0.6
Value (Billion Rp)	4	38	56	15	1
Frequency (Thou.X)	1	6	6	2	0.7
Days	140	197	223	182	89
Price (Rp/sh)					
High	1,280	1,880	4,175	2,750	2,160
Low	890	1,160	1,680	1,350	1,350
Close	1,150	1,690	2,200	1,690	1,560
Close*	1,150	1,690	2,200	1,690	1,560
PER (X)	10.65	12.71	10.59	18.24	11.30
PER Industry (X)	16.22	19.75	15.98	24.22	14.32
PBV (X)	1.77	2.25	2.69	1.97	1.80

* Adjusted price after corporate action

TRADING ACTIVITIES						
Month	Closing Price			Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)
	High	Low	Close			
Jan-11	1,200	1,010	1,010	106	149	163
Feb-11	1,070	980	1,020	78	148	149
Mar-11	1,100	890	1,060	84	87	90
Apr-11	1,140	1,030	1,110	78	148	158
May-11	1,270	1,090	1,160	318	705	848
Jun-11	1,170	1,050	1,120	32	146	164
Jul-11	1,240	1,050	1,220	125	617	721
Aug-11	1,280	1,160	1,220	119	708	870
Sep-11	1,200	1,200	1,200	7	48	58
Oct-11	1,280	1,100	1,230	118	573	710
Nov-11	1,210	1,150	1,150	6	52	62
Dec-11	1,190	1,150	1,150	12	87	99
Jan-12	1,210	1,190	1,200	9	73	87
Feb-12	1,210	1,160	1,210	11	95	114
Mar-12	1,300	1,200	1,230	219	909	1,116
Apr-12	1,360	1,200	1,280	1,413	5,747	7,365
May-12	1,430	1,250	1,310	1,097	4,673	6,307
Jun-12	1,350	1,210	1,290	184	892	1,123
Jul-12	1,520	1,230	1,500	457	2,563	3,885
Aug-12	1,820	1,490	1,630	938	3,209	5,341
Sep-12	1,690	1,510	1,680	454	2,098	3,444
Oct-12	1,850	1,640	1,640	645	3,423	5,989
Nov-12	1,750	1,630	1,740	303	1,506	2,561
Dec-12	1,750	1,560	1,690	148	413	684
Jan-13	1,750	1,680	1,740	201	1,116	1,909
Feb-13	1,880	1,730	1,820	572	3,720	6,614
Mar-13	2,325	1,800	2,275	350	2,436	4,903
Apr-13	2,325	2,000	2,200	251	1,401	3,047
May-13	3,925	2,100	3,925	1,614	6,193	19,459
Jun-13	4,175	2,200	2,800	1,843	3,937	12,775
Jul-13	3,050	2,400	2,650	408	1,362	3,756
Aug-13	2,775	1,930	2,150	156	657	1,514
Sep-13	2,500	2,000	2,225	107	326	712
Oct-13	2,400	2,200	2,250	69	271	619
Nov-13	2,250	1,990	2,100	47	128	268
Dec-13	2,250	2,000	2,200	67	424	884
Jan-14	2,250	2,000	2,070	137	757	1,592
Feb-14	2,180	2,000	2,080	95	190	390
Mar-14	2,180	2,030	2,030	94	157	330
Apr-14	2,750	2,010	2,080	373	611	1,373
May-14	2,175	2,005	2,105	264	355	732
Jun-14	2,120	1,915	1,925	111	223	455
Jul-14	2,065	1,925	1,985	34	76	153
Aug-14	2,095	1,710	1,860	44	68	130
Sep-14	1,880	1,510	1,550	91	4,217	8,809
Oct-14	1,800	1,350	1,650	53	190	303
Nov-14	1,810	1,480	1,550	139	481	743
Dec-14	1,725	1,500	1,690	88	49	77
Jan-15	1,695	1,450	1,560	111	130	201
Feb-15	1,560	1,360	1,500	70	54	79
Mar-15	2,160	1,410	1,810	83	78	124
Apr-15	1,840	1,350	1,780	123	147	238
May-15	1,880	1,500	1,790	108	86	151
Jun-15	1,810	1,600	1,695	98	56	95
Jul-15	1,790	1,550	1,560	62	71	115

DVLA Darya-Varia Laboratoria Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Book End : December

Public Accountant : Purwanto, Suherman & Surja (Member of Ernst & Young Global Limited)

BALANCE SHEET	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
(Million Rp except Par Value)					
Cash & Cash Equivalents	252,466	256,481	292,912	316,701	321,857
Receivables	293,173	312,167	390,003	377,105	351,273
Inventories	97,323	118,444	132,823	206,682	227,050
Current Assets	650,141	696,925	826,343	913,984	925,294
Fixed Assets	177,505	199,878	218,295	243,055	267,040
Other Assets	1,607	2,982	2,175	2,419	2,674
Total Assets	854,110	928,291	1,074,691	1,190,984	1,236,248
Growth (%)		8.69%	15.77%	10.73%	3.88%

Current Liabilities	174,922	144,280	191,718	215,473	176,583
Long Term Liabilities	38,586	56,094	41,427	59,878	95,233
Total Liabilities	213,508	200,374	233,145	275,351	271,816
Growth (%)		-6.15%	16.36%	18.10%	-0.56%

Authorized Capital	1,120,000	1,120,000	1,120,000	1,120,000	1,120,000
Paid up Capital	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
Paid up Capital (Shares)	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
Par Value	280	280	280	280	280
Retained Earnings	282,774	370,089	483,718	556,874	613,164
Total Equity	640,602	727,917	841,546	914,703	964,431
Growth (%)		13.63%	15.61%	8.69%	5.22%

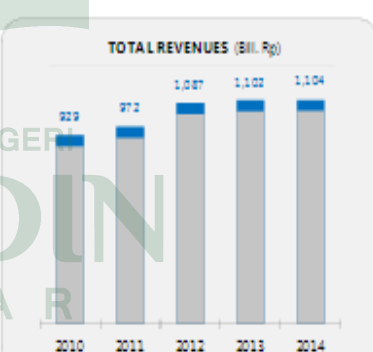
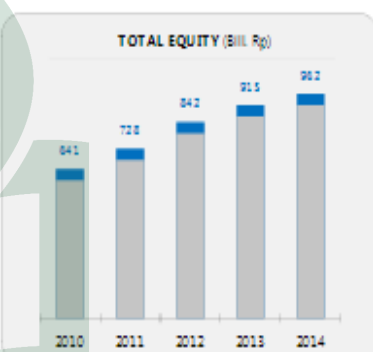
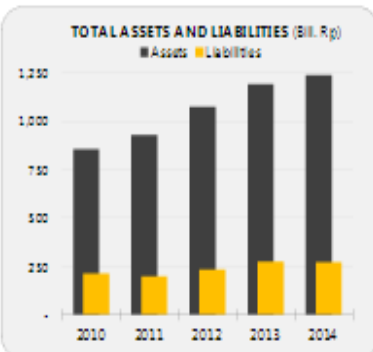
INCOME STATEMENTS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Total Revenues	929,197	972,297	1,087,380	1,101,684	1,103,822
Growth (%)		4.64%	11.84%	1.32%	0.19%

Cost of Revenues	341,550	349,019	436,270	441,028	518,602
Gross Profit	587,647	623,278	651,110	660,656	585,220
Expenses (Income)	450,558	463,101	454,944	493,577	490,749
Operating Profit	137,089	160,178	196,166	167,079	94,471
Growth (%)		16.84%	22.47%	-14.83%	-43.46%

Other Income (Expenses)	16,780	6,147	8,311	8,678	11,396
Income before Tax	153,869	166,325	204,477	175,757	105,866
Tax	42,989	45,409	55,568	49,960	24,937
Profit for the period	110,881	120,915	148,909	125,796	80,929
Growth (%)		9.05%	23.15%	-15.52%	-35.67%

Period Attributable			148,909	125,796	80,929
Comprehensive Income	110,881	120,915	148,909	125,796	80,929
Comprehensive Attributable	-	-	-	125,796	80,929

RATIOS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Current Ratio (%)	371.67	483.04	431.02	424.18	518.13
Dividend (Rp)	30.00	31.50	52.50	34.50	-
EPS (Rp)	-	-	132.95	112.32	72.26
BV (Rp)	571.97	649.93	751.38	816.70	859.31
DAR (%)	0.25	0.22	0.22	0.23	0.22
DER (%)	0.33	0.28	0.28	0.30	0.28
ROA (%)	12.98	13.03	13.86	10.57	6.55
ROE (%)	17.31	16.61	17.69	13.75	8.41
GPM (%)	63.24	64.10	59.88	59.97	53.02
OPM (%)	14.75	16.47	18.04	15.17	8.56
NPM (%)	11.93	12.44	13.69	11.42	7.33
Payout Ratio (%)			39.49	30.72	-
Yield (%)	2.56	2.74	3.11	1.57	-



KAFF Kimia Farma (Persero) Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JULY 2015

Main Board

Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)

Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 31 July 2015

Individual Index : 990.000

Listed Shares : 5,554,000,000

Market Capitalization : 5,498,460,000,000



COMPANY HISTORY

Established Date : 23-Jan-1969

Listing Date : 04-Jul-2001

Under Writer IPO :

PT Danareksa Sekuritas

Securities Administration Bureau :

PT Datindo Entrycom

Puri Datindo - Wisma Sudirman

Jln. Jend. Sudirman Kav. 34 - 35, Jakarta 10220

Phone : (021) 570-9009

Fax : (021) 570-9026

BOARD OF COMMISSIONERS

1. Supriyanto
2. Basuki Ranto *)
3. Dewi Fortuna Anwar
4. Farid Wadji Hussain *)
5. Wahono Sumaryono

*) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

1. Rusdi Rosman
2. Farida Astuti
3. Isman Siagian
4. Pujiyanto
5. Wahyuli Syafari

AUDIT COMMITTEE

1. Basuki Ranto
2. Boedi Setyo Hartono
3. Sobirun Ruswadi

CORPORATE SECRETARY

Eddy Murianto

HEAD OFFICE

Jln. Veteran No. 9

Jakarta 10110

Phone : (021) 384-7709

Fax : (021) 381-4441

Homepage : www.kimialafarma.co.id

Email : corsec@kimialafarma.co.id

SHAREHOLDERS (July 2015)

1. Negara Republik Indonesia 5,000,000,000 : 90.03%
2. Public (<5%) 554,000,000 : 9.97%

DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum. Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	F/I
2001		10.72	26-Jun-02	27-Jun-02	02-Jul-02	15-Jul-02	F
2002		1.91	06-Jun-03	07-Jun-03	11-Jun-03	25-Jun-03	F
2003		3.09	08-Jun-04	09-Jun-04	11-Jun-04	26-Jun-04	F
2005		4.18	02-Jun-05	03-Jun-05	07-Jun-05	21-Jun-05	F
2005		2.85	13-Jun-06	14-Jun-06	16-Jun-06	30-Jun-06	F
2006		2.87	18-Jun-07	19-Jun-07	21-Jun-07	05-Jul-07	F
2007		2.82	18-Jun-08	17-Jun-08	20-Jun-08	02-Jul-08	F
2008		2.49	25-Jun-09	26-Jun-09	30-Jun-09	14-Jul-09	F
2009		3.38	01-Feb-11	02-Feb-11	07-Feb-11	14-Feb-11	F
2010		5.00	07-Jul-11	08-Jul-11	12-Jul-11	26-Jul-11	F
2011		6.19	14-Jun-12	15-Jun-12	19-Jun-12	03-Jul-12	F
2012		5.54	01-May-13	02-May-13	06-May-13	17-May-13	F
2013		9.66	17-Apr-14	21-Apr-14	23-Apr-14	08-May-14	F
2014		8.45	15-Apr-15	16-Apr-15	20-Apr-15	08-May-15	F

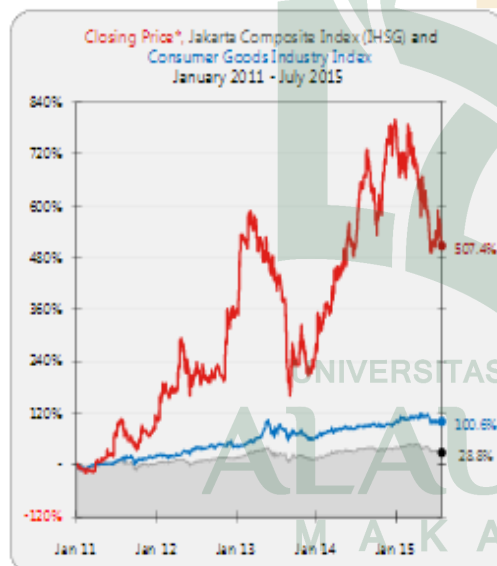
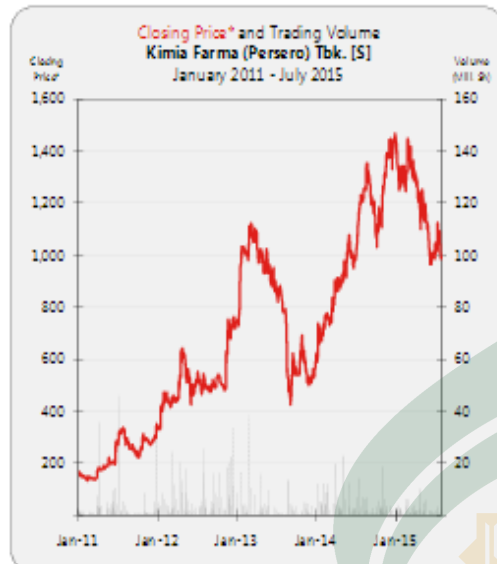
ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	500,000,000	04-Jul-01	04-Jul-01
2.	Negara RI (Seri A)	1	04-Jul-01	04-Jul-01
3.	Company Listing	5,053,999,999	04-Jul-01	04-Jul-01

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI

ALAUDDIN
MAKASSAR

KAEF Kimia Farma (Persero) Tbk. [S]



SHARES TRADED	2011	2012	2013	2014	Jul-15
Volume (Million Sh.)	1,433	1,756	1,304	1,123	301
Value (Billion Rp)	354	969	1,138	1,129	376
Frequency (Thou. %)	55	79	75	106	54
Days	247	246	244	242	142
Price (Rp/iah)					
High	365	790	1,160	1,640	1,475
Low	132	320	420	580	940
Close	340	740	590	1,465	990
Close*	340	740	590	1,465	990
PER (X)	10.99	20.42	15.27	42.43	35.50
PER Industry (X)	16.22	19.75	15.98	24.22	14.32
PBV (X)	1.51	2.86	2.02	4.75	3.24

* Adjusted price after corporate action

TRADING ACTIVITIES							
Month	Closing Price			Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)	Day
	High	Low	Close				
Jan-11	169	143	146	3,295	28,426	4,416	21
Feb-11	154	132	142	2,648	25,435	3,642	18
Mar-11	177	134	171	4,215	60,794	9,906	23
Apr-11	192	168	180	7,847	177,955	32,010	20
May-11	230	176	198	8,402	217,360	42,888	21
Jun-11	310	194	285	10,676	411,577	106,105	20
Jul-11	340	265	330	6,270	214,242	66,254	21
Aug-11	335	250	255	1,943	49,101	14,231	19
Sep-11	275	215	245	940	13,302	3,283	20
Oct-11	315	215	300	3,245	72,324	20,982	21
Nov-11	305	270	270	1,326	22,873	6,526	22
Dec-11	365	270	340	4,873	139,877	44,599	21
Jan-12	475	320	470	7,332	184,982	73,555	21
Feb-12	480	415	420	7,321	110,349	49,745	21
Mar-12	470	415	440	6,163	102,033	45,453	21
Apr-12	580	440	620	10,452	283,541	160,833	20
May-12	640	480	490	5,138	96,580	52,058	21
Jun-12	540	420	520	3,805	58,700	28,697	21
Jul-12	560	460	540	4,536	83,753	42,305	22
Aug-12	550	475	480	5,390	73,335	37,006	19
Sep-12	530	465	510	4,205	75,094	37,593	20
Oct-12	560	490	495	6,382	158,084	82,756	22
Nov-12	760	480	710	12,221	365,631	238,317	20
Dec-12	790	590	740	5,616	163,771	120,207	18
Jan-13	1,050	710	1,030	7,774	243,219	215,537	21
Feb-13	1,140	970	1,090	8,270	182,628	191,795	20
Mar-13	1,160	1,030	1,080	13,458	209,172	228,569	19
Apr-13	1,090	960	990	6,031	101,967	103,706	22
May-13	1,040	890	960	7,163	123,350	119,536	22
Jun-13	980	840	890	4,135	53,319	48,463	19
Jul-13	910	790	790	2,562	32,511	27,785	23
Aug-13	810	460	495	9,487	76,785	41,254	17
Sep-13	670	420	550	5,806	96,833	54,238	21
Oct-13	720	520	630	3,866	68,632	43,138	21
Nov-13	840	480	510	3,281	47,183	26,577	20
Dec-13	590	495	590	2,734	68,407	37,057	19
Jan-14	745	580	690	11,212	133,610	92,483	20
Feb-14	795	685	750	9,404	123,927	93,268	20
Mar-14	925	715	900	10,884	140,408	112,215	20
Apr-14	945	830	915	7,572	72,488	64,877	20
May-14	1,055	890	1,050	10,210	119,535	116,739	18
Jun-14	1,090	940	990	8,412	71,768	72,749	21
Jul-14	1,270	980	1,230	8,722	133,964	151,481	18
Aug-14	1,370	1,170	1,320	7,031	69,681	88,427	20
Sep-14	1,330	1,130	1,150	4,680	27,636	33,408	22
Oct-14	1,210	1,020	1,155	6,055	47,568	53,521	23
Nov-14	1,405	1,155	1,390	8,101	98,373	130,846	20
Dec-14	1,640	1,305	1,465	13,898	83,989	119,107	20
Jan-15	1,475	1,225	1,340	8,092	44,418	59,116	21
Feb-15	1,460	1,220	1,430	11,925	91,233	122,860	19
Mar-15	1,455	1,275	1,315	6,536	31,674	42,727	22
Apr-15	1,315	1,050	1,230	7,658	40,391	49,157	21
May-15	1,275	1,090	1,120	8,014	45,735	53,295	19
Jun-15	1,120	940	995	4,385	19,452	19,524	21
Jul-15	1,165	960	990	6,201	27,728	28,931	19

KAEF Kimia Farma (Persero) Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Book End : December

Public Accountant : Hendrawinata Eddy Siddharta & Tanzil (Member of Kreston International)

BALANCE SHEET

(Million Rp except Par Value)

	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Cash & Cash Equivalents	265,446	199,386	313,913	394,180	573,360
Receivables	368,619	392,230	469,462	554,221	525,094
Inventories	386,654	456,069	526,304	640,909	687,407
Current Assets	1,139,549	1,263,030	1,506,614	1,810,615	2,040,431
Fixed Assets	413,197	426,720	447,978	496,644	557,939
Other Assets	56,693	54,201	69,609	109,147	147,995
Total Assets	1,657,292	1,794,242	2,080,588	2,471,940	2,968,188
Growth (%)		8.26%	15.96%	18.81%	20.08%

Current Liabilities	469,823	459,694	533,306	746,123	854,812
Long Term Liabilities	73,435	82,042	110,187	101,462	302,229
Total Liabilities	543,257	541,737	643,493	847,585	1,157,041
Growth (%)		-0.28%	18.78%	31.72%	36.51%

Authorized Capital	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Paid up Capital	555,400	555,400	555,400	555,400	5,554
Paid up Capital (Shares)	5,554	5,554	5,554	5,554	56
Par Value	100	100	100	100	100
Retained Earnings	515,049	653,523	812,872	999,180	1,180,149
Total Equity	1,114,029	1,252,506	1,437,066	1,624,355	1,811,144
Growth (%)		12.43%	14.74%	13.03%	11.50%

INCOME STATEMENTS

	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Total Revenues	3,183,829	3,481,166	3,735,339	4,348,074	4,521,024
Growth (%)		9.34%	7.30%	16.40%	3.98%

Cost of Revenues	2,279,310	2,443,150	2,664,675	3,055,922	3,135,542
Gross Profit	904,519	1,038,016	1,170,665	1,292,152	1,385,482
Expenses (Income)	758,321	816,012	892,169	998,387	1,043,001
Operating Profit	146,198	222,004	278,495	293,765	342,481
Growth (%)		51.85%	25.45%	5.48%	16.58%

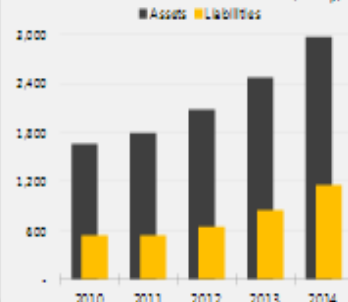
Other Income (Expenses)	32,413	10,003	-6,808	-9,640	-26,870
Income before Tax	178,611	232,007	271,688	284,125	315,611
Tax	39,695	60,244	70,392	68,483	79,080
Profit for the period	138,916	171,763	201,296	215,642	236,531
Growth (%)		23.82%	17.19%	7.13%	9.69%

Period Attributable			201,296	214,949	234,626
Comprehensive Income	138,916	171,763	201,296	215,642	236,531
Comprehensive Attributable	-	-	-	214,949	234,626

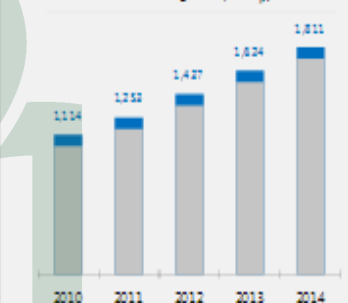
RATIOS

	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Current Ratio (%)	242.55	274.75	282.50	242.87	238.70
Dividend (Rp)	5.00	6.19	5.54	9.66	8.45
EPS (Rp)	-	-	36.24	38.63	4,224.45
BV (Rp)	200.58	225.51	268.74	292.47	32,609.72
DAR (X)	0.33	0.30	0.31	0.34	0.39
DER(X)	0.49	0.43	0.45	0.52	0.64
ROA (%)	8.37	9.57	9.68	8.72	7.97
ROE (%)	12.45	13.71	14.01	13.28	13.06
GPM (%)	28.41	29.82	31.34	29.72	30.65
OPM (%)	4.59	6.38	7.46	6.76	7.58
NPM (%)	4.36	4.93	5.39	4.96	5.23
Payout Ratio (%)			15.29	25.00	0.20
Yield (%)	3.14	1.82	0.75	1.64	0.58

TOTAL ASSETS AND LIABILITIES (Bil. Rp)



TOTAL EQUITY (Bil. Rp)



TOTAL REVENUES (Bil. Rp)



PROFIT FOR THE PERIOD (Bil. Rp)



KLBF Kalbe Farma Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JANUARY 2016

Main Board
Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)
Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 29 January 2016

Individual Index : 13,020.579
Listed Shares : 46,875,122,110
Market Capitalization : 62,578,288,016,850



COMPANY HISTORY

Established Date : 10-Sep-1996
Listing Date : 30-Jul-1991
Under Writer IPO :
PT Marincorp
PT Niaga Securities
Securities Administration Bureau :
PT Adimitra Jasa Korporasi
Rukan Kirana Boutique Office
Jln. Kramat Avenue III Blok F3 No. 5 Kelapa Gading Jakarta Utara
Phone : (021) 2974-5222
Fax :

SHAREHOLDERS (January 2016)

1. PT Gira Sole Prima	4,767,872,885	10.17%
2. PT Santa Seha Sanadi	4,550,646,840	9.71%
3. PT Diptanala Bahana	4,447,970,440	9.49%
4. Lucasta Mumi Cemerlang	4,439,895,440	9.47%
5. PT Ladang Ira Panan	4,319,452,940	9.21%
6. PT Bina Arta Charisma	4,038,773,740	8.62%
7. Public (<5%)	20,310,509,825	43.33%

BOARD OF COMMISSIONERS

- Johannes Setijono
- Ferdinand Moeloele *)
- Ferdinand Ariananto
- Johannes Berdhan Apik Ibrahim *)
- Lucky Surjadi Slamet *)
- Ronny Hadiana
- Santoso Oen

*) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

- Bernadette Ruth Irawaty Setiady
- Bujung Nugroho
- Djonny Hantono Tjahyadi
- Ongkie Tadjasurja
- Vidjongtius

AUDIT COMMITTEE

- Lucky Surjadi Slamet
- Kai Arief Iman Salomulya
- Kurniawan Tedjo

CORPORATE SECRETARY

Vidjongtius

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	F/T
1991		200.00	16-Apr-92	20-Apr-92	27-Apr-92	29-May-92	F
1991	1:1		20-Oct-92	21-Oct-92	28-Oct-92	16-Nov-92	B
1992		60.00	09-Dec-92	10-Dec-92	17-Dec-92	15-Jan-93	I
1992		70.00	30-Jun-93	01-Jul-93	08-Jul-93	06-Aug-93	F
1993	10:14:10:7	75.00	07-Jun-94	08-Jun-94	15-Jun-94	15-Jul-94	F
1994		50.00	29-Aug-94	30-Aug-94	06-Sep-94	06-Oct-94	I
1994		85.00	10-Jul-95	11-Jul-95	19-Jul-95	18-Aug-95	F
1995		115.00	09-Jul-96	10-Jul-96	18-Jul-96	15-Aug-96	F
1996		75.00	23-Jul-97	24-Jul-97	01-Aug-97	29-Aug-97	F
1999		2.00	10-Nov-00	13-Nov-00	20-Nov-00	06-Dec-00	F
1999	100:88		10-Nov-00	13-Nov-00	20-Nov-00	06-Dec-00	F
2002		2.00	25-Aug-03	26-Aug-03	28-Aug-03	11-Sep-03	F
2003		1.00	16-Aug-04	18-Aug-04	20-Aug-04	03-Sep-04	F
2005		3.00	05-Jul-05	06-Jul-05	08-Jul-05	22-Jul-05	F
2006		10.00	14-Jun-07	15-Jun-07	19-Jun-07	03-Jul-07	I
2007		10.00	31-Jul-08	01-Aug-08	05-Aug-08	20-Aug-08	F
2008		12.50	29-Jul-09	30-Jul-09	03-Aug-09	14-Aug-09	F
2009		25.00	15-Jul-10	16-Jul-10	20-Jul-10	30-Jul-10	F
2010		70.00	27-Jun-11	28-Jun-11	01-Jul-11	13-Jul-11	F
2011		95.00	28-Jun-12	29-Jun-12	03-Jul-12	17-Jul-12	F
2012		19.00	13-Jun-13	14-Jun-13	18-Jun-13	02-Jul-13	F
2013		17.00	13-Jun-14	16-Jun-14	18-Jun-14	02-Jul-14	F
2014		19.00	25-May-15	26-May-15	28-May-15	17-Jun-15	F

ISSUED HISTORY

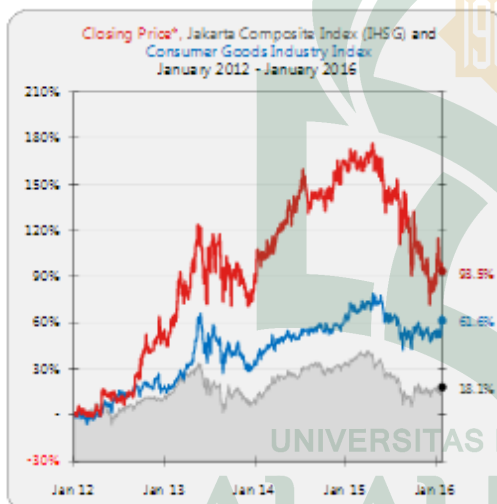
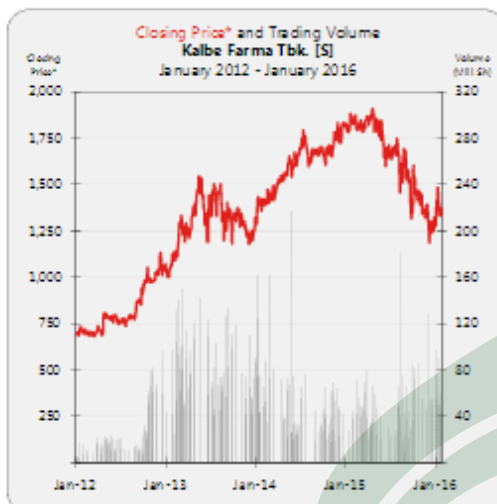
No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	10,000,000	30-Jul-91	30-Jul-91
2.	Partial Listing	10,000,000 T	30-Jul-91	30-Jan-92
3.	Korporasi	500,000 T	27-Feb-92	31-Dec-99
4.	Company Listing	29,500,000	29-Apr-92	29-Apr-92
5.	Bonus Shares	2,026,400,000 T	17-Nov-92	06-Dec-00
6.	Right Issue	8,000,000 T	14-May-93	25-Jun-93
7.	Dividen Shares	32,400,000	18-Jul-94	18-Jul-94
8.	Stock Split	6,004,800,000	07-Oct-96	02-Jan-04
9.	Additional Listing (Merge r)	2,034,414,422	21-Dec-05	21-Dec-05
10.	Stock Splits	40,624,057,688	08-Oct-12	08-Oct-12
11.	Decrease in Issued and Fully Paid Shares	-3,904,950,000	13-Dec-13	13-Dec-13

HEAD OFFICE

Kalbe Building 3rd Fl.
Jln. Let Jend. Suprpto Kav. 4, Cempaka Putih
Jakarta 10510
Phone : (021) 428-73688, 894-243908
Fax : (021) 428-73678

Homepage : www.kalbe.co.id
Email : Vidjongtius@kalbe.co.id

KLBF Kalbe Farma Tbk. [S]



SHARES TRADED	2012	2013	2014	2015	Jan-16
Volume (Million Sh.)	6,640	19,997	15,244	12,168	1,293
Value (Billion Rp)	14,832	25,755	22,039	19,698	1,780
Frequency (Thou. X)	431	823	1,088	1,080	89
Days	246	244	242	244	20

Price (Rupiah)	2012	2013	2014	2015	Jan-16
High	4,975	1,560	1,835	1,915	1,505
Low	910	1,000	1,260	1,135	1,275
Close	1,060	1,250	1,830	1,320	1,335
Close*	1,060	1,250	1,830	1,320	1,335

PER (X)	30.38	30.63	43.27	30.87	31.22
PER Industry (X)	19.75	15.98	24.22	17.69	17.48
PBV (X)	7.30	6.89	9.30	5.66	5.72

* Adjusted price after corporate action

TRADING ACTIVITIES

Month	Closing Price			Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)	Day
	High	Low	Close				
Jan-12	3,650	3,375	3,525	15,399	122,271	428,028	21
Feb-12	3,600	3,400	3,500	18,914	172,533	602,764	21
Mar-12	3,550	3,375	3,550	18,538	283,565	982,054	21
Apr-12	4,050	3,400	4,025	31,628	485,446	1,795,766	20
May-12	4,025	3,750	3,875	39,920	454,029	1,783,899	21
Jun-12	4,000	3,700	3,775	30,929	384,956	1,485,524	21
Jul-12	3,900	3,675	3,825	32,278	394,523	1,497,405	22
Aug-12	4,000	3,750	3,875	33,041	255,670	999,731	19
Sep-12	4,700	3,900	4,700	33,617	272,454	1,258,254	20
Oct-12	4,975	910	970	54,533	779,898	998,575	22
Nov-12	1,040	960	1,030	68,691	1,528,172	1,514,316	20
Dec-12	1,150	980	1,060	53,129	1,506,913	1,585,510	18
Jan-13	1,130	1,000	1,090	48,914	1,891,111	1,965,394	21
Feb-13	1,300	1,070	1,290	69,492	1,682,306	1,946,563	20
Mar-13	1,380	1,190	1,240	51,451	1,724,553	2,181,688	19
Apr-13	1,390	1,200	1,390	51,858	1,928,884	2,479,590	22
May-13	1,580	1,320	1,450	67,894	1,973,262	2,887,922	22
Jun-13	1,450	1,130	1,440	76,554	1,752,293	2,311,881	19
Jul-13	1,500	1,300	1,430	100,827	1,558,750	2,191,524	23
Aug-13	1,510	1,110	1,350	71,639	1,391,354	1,888,689	17
Sep-13	1,440	1,180	1,180	92,703	1,885,390	2,494,405	21
Oct-13	1,390	1,220	1,300	82,161	1,732,152	2,302,731	21
Nov-13	1,370	1,200	1,220	55,361	1,256,613	1,624,072	20
Dec-13	1,280	1,160	1,250	54,113	1,220,791	1,480,756	19
Jan-14	1,455	1,260	1,405	115,285	1,481,958	2,036,864	20
Feb-14	1,480	1,360	1,450	90,285	1,393,045	1,969,357	20
Mar-14	1,495	1,400	1,465	100,433	1,431,455	2,067,755	20
Apr-14	1,550	1,455	1,545	90,527	1,213,480	1,838,928	20
May-14	1,660	1,535	1,540	54,597	933,943	1,482,209	18
Jun-14	1,670	1,560	1,660	94,173	726,980	1,181,149	21
Jul-14	1,800	1,540	1,730	88,132	1,239,481	2,139,985	18
Aug-14	1,700	1,580	1,660	113,962	1,752,185	2,873,280	20
Sep-14	1,710	1,640	1,700	91,511	907,341	1,522,631	22
Oct-14	1,715	1,595	1,705	92,218	1,088,205	1,816,283	23
Nov-14	1,795	1,650	1,750	77,230	739,375	1,265,949	20
Dec-14	1,835	1,715	1,830	79,479	1,036,522	1,844,446	20
Jan-15	1,880	1,775	1,865	67,451	931,699	1,699,637	21
Feb-15	1,870	1,750	1,805	72,888	924,635	1,684,580	19
Mar-15	1,865	1,775	1,865	76,931	1,156,024	2,102,717	22
Apr-15	1,915	1,750	1,795	72,828	906,565	1,672,698	21
May-15	1,870	1,730	1,840	92,844	1,178,383	2,127,734	19
Jun-15	1,825	1,590	1,675	90,201	712,306	1,205,743	21
Jul-15	1,745	1,630	1,745	92,629	560,733	938,956	19
Aug-15	1,735	1,405	1,675	110,480	1,084,676	1,706,243	20
Sep-15	1,700	1,250	1,375	86,584	887,975	1,334,895	21
Oct-15	1,610	1,345	1,430	125,064	1,275,026	1,870,332	21
Nov-15	1,455	1,305	1,335	94,453	1,193,529	1,635,558	21
Dec-15	1,390	1,135	1,320	97,512	1,356,241	1,718,826	19
Jan-16	1,505	1,275	1,335	88,640	1,293,400	1,780,459	20

KLBF Kalbe Farma Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Public Accountant : Purwanono, Sungkoro & Surja (Member of Ernst & Young Global Limited)

Book End : December

BALANCE SHEET	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
(Million Rp except Par Value)					
Cash & Cash Equivalents	2,291,336	1,859,663	1,426,461	1,894,610	2,718,619
Receivables	1,635,311	1,938,156	2,273,379	2,464,902	2,434,082
Inventories	1,705,189	2,115,484	3,053,495	3,090,544	3,003,150
Current Assets	5,631,836	5,913,303	6,753,335	7,450,056	8,155,851
Fixed Assets	1,860,288	2,254,763	2,925,547	3,404,457	3,938,404
Other Assets	286,899	-	357,861	326,536	346,531
Total Assets	8,274,954	9,417,957	11,315,061	12,425,032	13,699,417
Growth (%)		13.82%	20.14%	9.81%	10.23%

Current Liabilities	1,630,589	1,891,618	2,640,590	2,385,920	2,365,880
Long Term Liabilities	128,031	154,696	174,513	221,637	392,251
Total Liabilities	1,758,620	2,046,314	2,815,103	2,607,557	2,758,131
Growth (%)		16.36%	37.57%	-7.37%	5.77%

Authorized Capital	850,000	1,700,000	850,000	850,000	850,000
Paid up Capital	507,801	507,801	507,801	468,751	468,751
Paid up Capital (Shares)	10,156	60,936	50,780	46,875	46,875
Par Value	50	508,100	10	10	10
Retained Earnings	6,407,439	7,250,739	7,633,188	8,900,998	10,006,398
Total Equity	6,515,935	7,371,644	8,499,958	9,817,476	10,938,286
Growth (%)		13.13%	15.31%	15.50%	11.42%

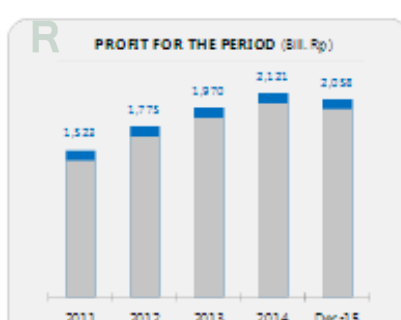
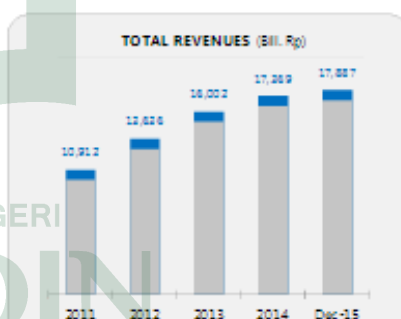
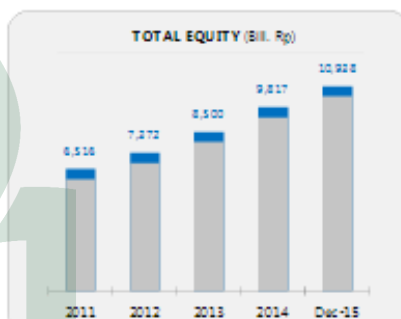
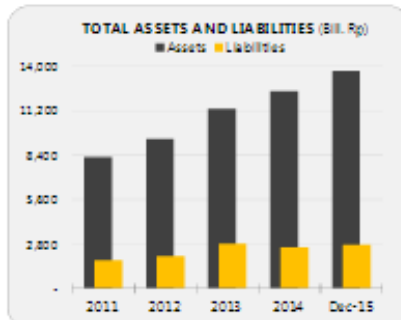
INCOME STATEMENTS	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Total Revenues	10,911,860	13,636,405	16,002,131	17,368,333	17,887,464
Growth (%)		24.97%	17.35%	8.54%	2.99%

Cost of Revenues	5,360,687	7,102,971	8,823,018	8,892,737	9,295,887
Gross Profit	5,551,173	6,533,434	7,179,113	8,475,596	8,591,577
Expenses (Income)	3,563,914	4,225,417	5,106,591	5,712,095	5,870,696
Operating Profit	-	-	-	-	-
Growth (%)					

Other Income (Expenses)	-	-	-	-	-
Income before Tax	1,987,259	2,308,017	2,872,523	2,763,701	2,720,881
Tax	464,303	532,918	602,070	642,610	663,187
Profit for the period	1,522,957	1,775,099	2,270,453	2,121,091	2,057,694
Growth (%)		16.56%	11.01%	7.64%	-2.99%

Period Attributable	1,482,237	1,733,928	1,919,508	2,064,687	2,004,237
Comprehensive Income	1,539,711	1,772,095	2,004,244	2,129,215	2,083,403
Comprehensive Attributable	1,498,877	1,750,864	1,982,589	2,072,781	2,029,813

RATIOS	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Current Ratio (%)	365.17	340.54	283.93	340.36	369.78
Dividend (Rp)	95.00	19.00	17.00	19.00	-
BPS (Rp)	145.95	28.46	37.80	44.05	42.76
BV (Rp)	641.58	120.97	167.39	209.44	233.35
DAR (%)	0.21	0.22	0.25	0.21	0.20
DER (%)	0.17	0.28	0.33	0.27	0.25
ROA (%)	18.41	18.85	17.41	17.07	15.02
ROE (%)	23.37	24.08	23.18	21.61	18.81
GPM (%)	50.87	47.91	47.99	48.80	48.03
OPM (%)	-	-	-	-	-
NPM (%)	13.96	13.02	12.31	12.21	11.50
Payout Ratio (%)	65.09	66.77	44.97	43.14	-
Yield (%)	2.79	1.79	1.36	1.04	-



MERK Merck Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JANUARY 2016

Development Board
Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)
Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 29 January 2016

Individual Index : 18,192,844
Listed Shares : 448,000,000
Market Capitalization : 3,091,200,000,000



COMPANY HISTORY

Established Date : 14-Oct-1970
Listing Date : 23-Jul-1981
Under Writer IPO :
PT Bahana Securities
PT Niaga Securities
PT Multicor
PT Ronie Wijata Dharma
Securities Administration Bureau :
PT EDI Indonesia
Wisma SMR 10th FL
Jln. Yos Sudarso Kav. 89, Jakarta 14350
Phone : (021) 651-5130, 650-5829
Fax : (021) 651-5131, 650-5987

BOARD OF COMMISSIONERS

- Bradley David Simpson
 - Hon Keong Choo
 - Perulian Simanjuntak *)
- *) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

- Martin Faulner
- Amyo Ariftriso Wachjuwidajet
- Bambang Nurcahyo
- Evia Yulin
- Holger Guenzel

AUDIT COMMITTEE

- Perulian Simanjuntak
- Rico Notosagoro
- Swandayani Halim

CORPORATE SECRETARY

Atek Sawitri

HEAD OFFICE

Jln. T.B. Simatupang No. 8
Pasar Rebo
Jakarta
Phone : (021) 285-65600
Fax : (021) 285-65601

Homepage :

Email : margaretha.manik@merck.co.id

SHAREHOLDERS (January 2016)

- Merck Holding GmbH 331,483,000 : 73.99%
- Emedia Export Company MBH-806144000 56,711,920 : 12.66%
- Public (<5%) 59,805,080 : 13.35%

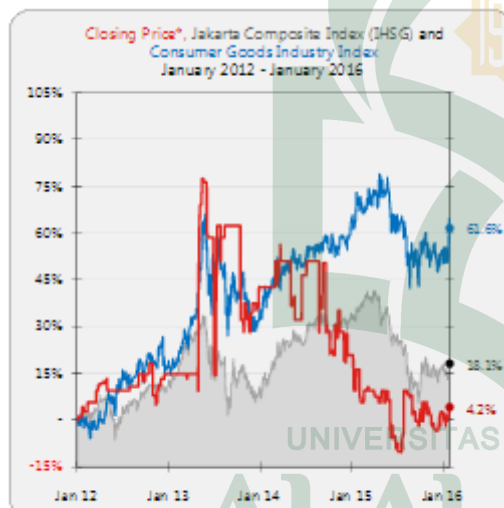
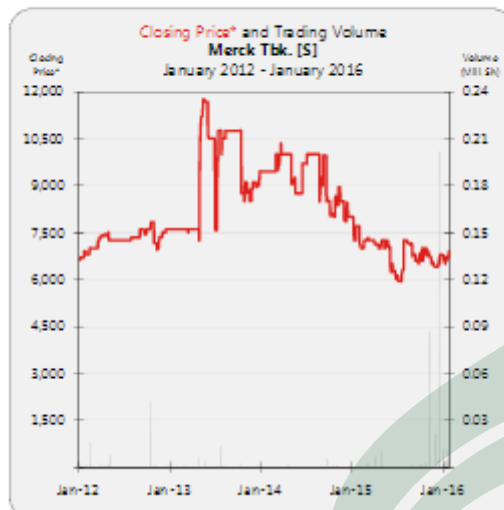
DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	F/T
1989		200.00	18-Oct-89	19-Oct-89	25-Oct-89	20-Nov-89	I
1989		280.00	08-Jun-90	11-Jun-90	15-Jun-90	18-Jul-90	F
1990		270.00	18-Oct-90	19-Oct-90	26-Oct-90	22-Nov-90	I
1990		350.00	05-Jul-91	08-Jul-91	12-Jul-91	14-Aug-91	F
1991		300.00	17-Oct-91	18-Oct-91	25-Oct-91	20-Nov-91	I
1991		520.00	16-Jul-92	17-Jul-92	24-Jul-92	10-Aug-92	F
1992		300.00	21-Oct-92	22-Oct-92	29-Oct-92	20-Nov-92	I
1992		250.00	21-Oct-92	22-Oct-92	29-Oct-92	20-Nov-92	I
1992		570.00	16-Jun-93	17-Jun-93	25-Jun-93	19-Jul-93	F
1993		650.00	15-Oct-93	18-Oct-93	25-Oct-93	20-Nov-93	F
1993		690.00	12-Jul-94	13-Jul-94	20-Jul-94	05-Aug-94	F
1994		800.00	14-Oct-94	17-Oct-94	24-Oct-94	21-Nov-94	I
1994		855.00	14-Jul-95	17-Jul-95	25-Jul-95	07-Aug-95	F
1995		850.00	18-Oct-95	20-Oct-95	30-Oct-95	20-Nov-95	I
1995		980.00	07-Jun-96	10-Jun-96	18-Jun-96	02-Jul-96	F
1996		850.00	17-Oct-96	18-Oct-96	28-Oct-96	22-Nov-96	I
1996		650.00	27-Jun-97	30-Jun-97	08-Jul-97	01-Aug-97	F
1997		900.00	21-Oct-97	22-Oct-97	30-Oct-97	27-Nov-97	I
1997		50.00	09-Jun-98	10-Jun-98	08-Jul-98	10-Jul-98	F
1999		200.00	15-Nov-99	16-Nov-99	24-Nov-99	10-Dec-99	I
1999		700.00	24-May-00	25-May-00	05-Jun-00	19-Jun-00	F
1999		450.00	07-Nov-00	08-Nov-00	15-Nov-00	01-Dec-00	F
2001		400.00	07-Nov-01	08-Nov-01	15-Nov-01	09-Dec-01	F
2001		400.00	21-Jun-02	24-Jun-02	27-Jun-02	11-Jul-02	F
2002		300.00	09-Jan-03	10-Jan-03	14-Jan-03	27-Jan-03	I
2002		1,000.00	04-Jun-03	05-Jun-03	10-Jun-03	24-Jun-03	F
2002		800.00	01-Dec-03	02-Dec-03	04-Dec-03	18-Dec-03	F
2003		1,400.00	06-May-04	07-May-04	11-May-04	25-May-04	F
2004		1,400.00	23-Nov-04	24-Nov-04	26-Nov-04	10-Dec-04	F
2004		1,400.00	04-May-05	06-May-05	10-May-05	25-May-05	F
2005		1,400.00	16-May-06	17-May-06	19-May-06	05-Jun-06	F
2006		2,000.00	16-May-07	21-May-07	23-May-07	07-Jun-07	I
2007		2,300.00	08-May-08	09-May-08	23-May-08	28-May-08	F
2008		5,350.00	24-Apr-09	27-Apr-09	29-Apr-09	12-May-09	F
2010		3,570.00	16-Sep-10	17-Sep-10	21-Sep-10	04-Oct-10	I
2010		4,854.00	06-May-11	09-May-11	11-May-11	26-May-11	F
2011		8.27	10-May-12	11-May-12	15-May-12	30-May-12	F
2012		3.57	12-Apr-13	15-Apr-13	17-Apr-13	01-May-13	F
2013		6.25	14-Apr-14	14-Apr-14	17-Apr-14	05-May-14	F
2014		6,500.00	10-Apr-15	13-Apr-15	15-Apr-15	05-May-15	F
2015		3,300.00	17-Nov-15	18-Nov-15	20-Nov-15	27-Nov-15	I

ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	1,680,000	23-Jul-81	23-Jul-81
2.	Right Issue	16,800,000	19-May-99	19-May-99
3.	Company Listing	3,920,000	22-Dec-00	22-Dec-00
4.	Stock Splits	425,600,000	21-Dec-15	21-Dec-15

MERK Merck Tbk. [S]



SHARES TRADED	2012	2013	2014	2015	Jan-16
Volume (Million Sh.)	0.2	0.2	0.2	0.6	0.3
Value (Billion Rp)	33	33	39	47	2
Frequency (Thou. X)	0.1	0.2	0.2	0.9	0.2
Days	54	57	61	125	20

Price (Rp/Share)	2012	2013	2014	2015	Jan-16
High	156,500	235,500	207,000	154,000	7,100
Low	133,000	145,000	150,000	6,500	6,475
Close	152,000	189,000	160,000	6,775	6,900
Close*	7,600	9,450	8,000	6,775	6,900

PER (X)	31.58	24.13	66.61	21.29	21.69
PER Industry (X)	19.75	15.98	24.22	17.69	17.48
PBV (X)	8.17	8.27	6.97	6.41	6.53

* Adjusted price after corporate action

TRADING ACTIVITIES

Month	High	Low	Close	Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)	Buy
Jan-12	138,000	133,000	136,000	14	21	2,880	7
Feb-12	140,000	140,000	140,000	8	28	3,882	6
Mar-12	147,000	140,000	147,000	10	14	1,954	4
Apr-12	149,000	147,000	148,500	10	9	1,257	7
May-12	150,000	145,000	145,000	18	40	5,753	5
Jun-12	-	-	145,000	-	-	-	-
Jul-12	-	-	145,000	-	-	-	-
Aug-12	146,750	146,750	146,750	2	2	220	2
Sep-12	152,000	146,750	149,000	3	2	224	2
Oct-12	156,500	149,000	156,500	12	91	13,867	6
Nov-12	147,000	139,000	147,000	37	22	3,111	10
Dec-12	152,000	150,000	152,000	5	2	247	5
Jan-13	152,000	152,000	152,000	1	0.5	76	1
Feb-13	152,000	152,000	152,000	7	5	685	4
Mar-13	152,000	150,000	152,000	3	2	303	3
Apr-13	-	-	152,000	1	0.0	0.5	1
May-13	235,500	145,000	235,500	96	70	14,586	15
Jun-13	225,000	210,000	210,000	8	8	1,556	3
Jul-13	215,000	151,500	210,000	34	24	4,535	9
Aug-13	215,000	200,000	215,000	7	3	628	4
Sep-13	-	-	215,000	-	-	-	-
Oct-13	180,000	170,000	170,000	45	34	5,890	6
Nov-13	182,000	170,000	178,000	27	20	3,413	6
Dec-13	189,000	170,000	189,000	11	6	1,077	5
Jan-14	189,000	189,000	189,000	1	0.1	19	1
Feb-14	-	-	189,000	-	-	-	-
Mar-14	207,000	190,000	199,950	51	90	17,206	13
Apr-14	200,000	200,000	200,000	11	74	13,220	6
May-14	199,950	175,000	175,000	10	3	609	5
Jun-14	194,000	194,000	194,000	1	0.1	19	1
Jul-14	199,950	199,950	199,950	2	0.5	100	2
Aug-14	173,500	170,000	173,500	9	1	191	2
Sep-14	199,175	165,000	170,000	31	8	1,365	8
Oct-14	173,000	160,000	173,000	26	4	694	9
Nov-14	179,000	150,000	169,900	18	5	787	6
Dec-14	169,000	150,000	160,000	53	20	4,632	8
Jan-15	154,000	145,000	154,000	20	3	501	7
Feb-15	146,000	140,000	145,100	35	9	1,316	11
Mar-15	146,500	144,500	145,000	29	11	1,522	6
Apr-15	146,000	137,500	142,500	75	34	4,890	11
May-15	145,000	140,000	141,000	25	14	2,080	6
Jun-15	130,000	120,000	122,000	32	11	1,324	10
Jul-15	145,000	119,000	145,000	31	5	573	11
Aug-15	143,500	130,000	143,000	13	15	2,109	4
Sep-15	141,500	127,000	135,000	42	7	864	10
Oct-15	140,000	130,000	140,000	66	17	2,261	17
Nov-15	138,000	128,500	128,500	308	166	22,321	20
Dec-15	130,250	6,500	6,775	236	297	7,671	12
Jan-16	7,100	6,475	6,900	221	340	2,249	20

MERK Merck Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Public Accountant : Siddharta Widjaja & Rekan (member of KPMG International)

Book End : December

BALANCE SHEET

Million Rp except Par Value

	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Cash & Cash Equivalents	253,731	143,552	184,227	257,412	140,832
Receivables	108,103	68,546	1,310,001	144,634	171,588
Inventories	123,559	237,577	249,319	183,724	161,125
Current Assets	491,726	463,883	588,238	595,339	483,680
Fixed Assets	61,536	63,318	61,627	81,385	110,784
Other Assets	2,355	3,611	1,755	1,820	1,769
Total Assets	554,389	569,431	696,944	716,600	641,647
Growth (%)		-2.56%	22.39%	2.82%	-10.46%

Current Liabilities	65,431	119,828	147,818	129,820	132,436
Long Term Liabilities	24,776	32,861	36,909	33,089	35,668
Total Liabilities	90,207	152,689	184,728	162,909	168,104
Growth (%)		69.27%	20.98%	-11.81%	3.19%

Authorized Capital	22,400	22,400	22,400	22,400	22,400
Paid up Capital	22,400	22,400	22,400	22,400	22,400
Paid up Capital (Shares)	22	22	22	22	22
Par Value	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Retained Earnings	484,220	376,780	472,257	511,729	433,582
Total Equity	494,182	416,742	512,219	553,601	473,543
Growth (%)		-15.67%	22.91%	8.10%	-14.48%

INCOME STATEMENTS

	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Total Revenues	918,532	929,877	1,103,952	863,208	983,446
Growth (%)		1.24%	28.40%	-27.70%	13.93%

Cost of Revenues	436,394	505,435	648,473	404,752	487,190
Gross Profit	482,138	424,442	545,480	458,456	496,256
Expenses (Income)	283,556	283,195	315,454	258,020	309,742
Operating Profit	198,582	141,248	230,026	200,436	186,514
Growth (%)		-28.87%	62.85%	-12.86%	-6.95%

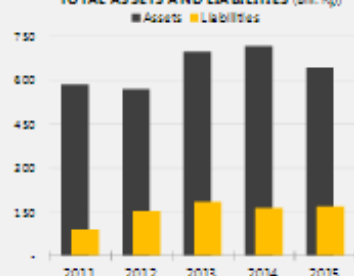
Other Income (Expenses)	84,545	4,667	4,682	4,623	7,427
Income before Tax	283,227	145,915	234,708	205,059	193,941
Tax	52,068	-38,107	59,263	54,683	51,395
Profit for the period	231,159	107,808	175,445	150,376	142,546
Growth (%)		-53.96%	62.74%	-3.44%	-21.45%

Profit Attributable	-	107,808	175,445	150,376	142,546
Comprehensive Income	231,159	107,808	175,445	150,376	142,546
Comprehensive Attributable	-	-	175,445	150,376	142,546

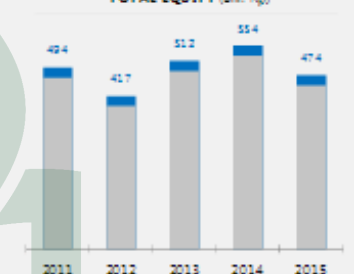
RATIOS

	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Current Ratio (%)	751.52	337.12	397.95	458.59	385.22
Dividend (Rp)	8.27	3.57	6.25	6,500.00	3,400.00
PS (Rp)	-	4,812.86	7,832.36	8,101.44	6,363.64
PV (Rp)	22,061.68	18,604.55	22,866.90	24,718.34	21,140.33
PAR (X)	0.15	0.27	0.27	0.23	0.26
PER (X)	0.18	0.37	0.36	0.29	0.35
IOA (%)	39.56	18.93	25.17	25.32	22.22
IOE (%)	46.78	25.87	34.25	32.78	30.10
IPM (%)	52.49	45.65	45.69	53.11	50.46
OPM (%)	21.62	15.19	19.27	23.22	18.97
IPM (%)	25.17	11.59	14.69	21.02	14.49
ayout Ratio (%)		0.07	0.08	80.23	53.43
Yield (%)	0.01	0.00	0.00	4.06	50.18

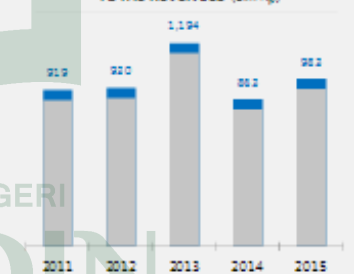
TOTAL ASSETS AND LIABILITIES (Bil. Rp)



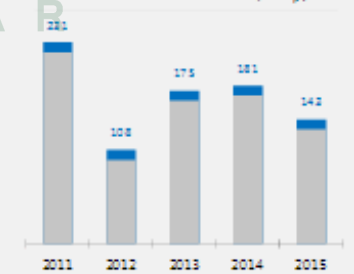
TOTAL EQUITY (Bil. Rp)



TOTAL REVENUES (Bil. Rp)



PROFIT FOR THE PERIOD (Bil. Rp)



INAF Indofarma (Persero) Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JULY 2015

Main Board
Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)
Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 31 July 2015

Individual Index : 78.000
Listed Shares : 3,099,267,500
Market Capitalization : 604,357,162,500



COMPANY HISTORY

Established Date : 02-Jan-1996
Listing Date : 17-Apr-2001
Under Writer IPO :
PT Bahana Securities
Securities Administration Bureau :
PT Datindo Entrycom
Puri Datindo - Wisma Sudirman
Jln. Jend. Sudirman Kav. 34 - 35, Jakarta 10220
Phone : (021) 570-9009
Fax : (021) 570-9026

SHAREHOLDERS (July 2015)

1. Negara Republik Indonesia : 2,500,000,000 : 80.66%
2. Public (< 5%) : 599,267,500 : 19.34%

DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	P/I
2000		12.46	29-Nov-01	30-Nov-01	05-Dec-01	20-Dec-01	F
2001		19.77	18-Nov-02	19-Nov-02	21-Nov-02	04-Dec-02	F
2012		1.37	02-May-13	03-May-13	07-May-13	22-May-13	F

ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	Negara RI (Seri A)	1	17-Apr-01	00-Jan-00
2.	First Issue	596,875,000	17-Apr-01	17-Apr-01
3.	Company Listing	2,499,999,999	17-Apr-01	17-Apr-01
4.	Option Conversion	2,392,500	26-Aug-02	26-Aug-02

BOARD OF COMMISSIONERS

1. Akmal Taher
 2. Fajar Rahmat Zulkarnain *)
 3. Kustantinih *)
 4. Rina Morata
- *) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

1. Eflano Rizaldi
2. Bambang Solihin Irianto
3. John Sebayang
4. Kossasih

AUDIT COMMITTEE

1. Akmal Taher
2. Darul Dimasqy Kramawijedja
3. Fajar Rahmat Zulkarnain
4. Werga Muriad

CORPORATE SECRETARY

Yasser Arafat

HEAD OFFICE

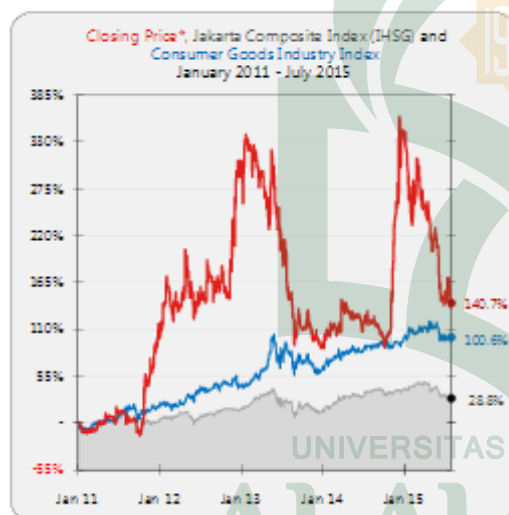
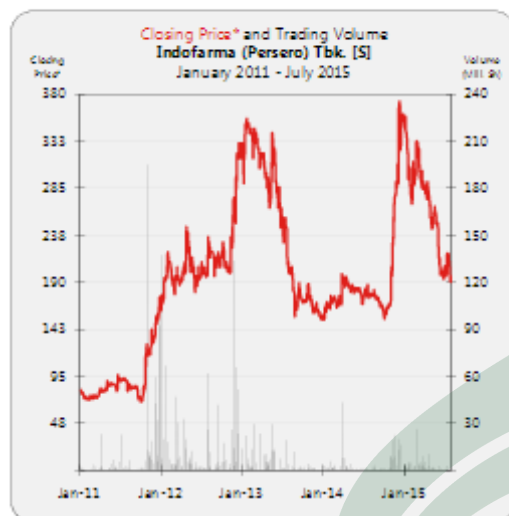
Jln. Indofarma No. 1
Cikarang Barat
Bekasi 17530
Phone : (021) 883-23975, 859-08350
Fax : (021) 883-23972, 883-23973

Homepage : www.indofarma.co.id
Email : corsec@indofarma.co.id
yasser@indofarma.co.id

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI

ALAUDDIN
MAKASSAR

INAF Indofarma (Persero) Tbk. [S]



SHARES TRADED	2011	2012	2013	2014	Jul-15
Volume (Million Sh.)	3,256	3,546	1,767	963	469
Value (Billion Rp)	399	779	523	252	34.0
Frequency (Thou. X)	105	91	72	61	4.7
Days	246	246	244	242	142

Price (Rp/plate)	2011	2012	2013	2014	Jul-15
High	197	340	370	410	374
Low	67	158	145	151	188
Close	163	330	153	355	195
Close*	163	330	153	355	195

PER (X)	13.66	24.13	-8.75	-23.13	-12.69
PER Industry (X)	16.22	19.75	15.98	24.22	14.32
PBV (X)	0.83	1.57	0.80	1.98	1.06

* Adjusted price after corporate action

TRADING ACTIVITIES							
	Closing Price			Freq.	Volume	Value	Day
Month	High	Low	Close	(X)	(Thou. Sh.)	(Million Rp)	
Jan-11	82	70	72	626	19,015	1,515	21
Feb-11	77	70	73	749	15,276	1,125	17
Mar-11	82	71	79	1,043	25,482	1,947	23
Apr-11	85	77	80	2,718	80,536	6,554	20
May-11	99	80	87	15,321	351,728	31,719	21
Jun-11	99	80	92	8,531	355,321	33,168	20
Jul-11	96	89	90	2,421	93,568	8,616	21
Aug-11	91	75	83	949	23,804	2,023	19
Sep-11	86	69	74	491	18,240	1,257	20
Oct-11	129	67	127	20,950	646,157	73,913	21
Nov-11	143	114	129	27,981	738,087	93,649	22
Dec-11	197	130	163	22,790	888,348	143,816	21
Jan-12	205	158	205	25,363	960,199	176,675	21
Feb-12	225	183	188	6,548	237,728	48,949	21
Mar-12	205	173	190	7,005	197,853	37,981	21
Apr-12	260	187	220	11,251	504,651	110,639	20
May-12	250	196	196	4,989	177,002	38,997	21
Jun-12	205	177	196	2,497	56,407	10,956	21
Jul-12	225	193	215	2,116	68,842	14,100	22
Aug-12	250	192	205	3,169	128,580	29,502	19
Sep-12	225	200	215	2,017	77,247	16,408	20
Oct-12	245	200	200	4,484	134,171	29,020	22
Nov-12	280	197	265	13,696	674,878	165,966	20
Dec-12	340	240	330	8,211	328,090	99,883	18
Jan-13	370	290	350	8,982	310,631	104,787	21
Feb-13	355	315	340	5,477	190,078	64,487	20
Mar-13	345	305	315	8,076	246,199	81,157	19
Apr-13	340	280	295	16,071	267,121	84,710	22
May-13	345	260	310	7,826	274,865	87,373	22
Jun-13	310	245	260	2,983	93,228	25,462	19
Jul-13	265	200	200	5,052	91,381	21,909	23
Aug-13	215	145	168	5,181	80,020	14,320	17
Sep-13	195	155	170	4,664	60,780	11,104	21
Oct-13	192	165	175	5,495	114,482	20,770	21
Nov-13	179	159	163	1,481	20,257	3,403	20
Dec-13	175	152	153	1,075	18,049	3,688	19
Jan-14	174	151	164	3,945	40,259	7,217	20
Feb-14	181	161	172	2,797	34,989	6,042	20
Mar-14	202	164	196	6,020	101,260	18,874	20
Apr-14	202	180	185	3,753	70,489	13,626	20
May-14	192	179	182	1,999	24,807	4,571	18
Jun-14	186	166	168	1,250	16,591	2,965	21
Jul-14	187	169	175	1,029	26,741	4,758	18
Aug-14	184	172	174	1,333	19,712	3,487	20
Sep-14	175	161	161	1,297	14,086	2,366	22
Oct-14	172	153	167	781	9,325	1,510	23
Nov-14	300	168	285	13,855	239,718	58,525	20
Dec-14	410	285	355	21,888	365,216	127,952	20
Jan-15	374	285	287	7,600	76,382	24,165	21
Feb-15	348	267	329	13,502	165,184	52,046	19
Mar-15	340	280	289	10,960	106,357	33,231	22
Apr-15	302	241	255	5,254	56,665	16,004	21
May-15	272	242	248	3,695	29,806	7,651	19
Jun-15	252	192	196	2,553	15,108	3,191	21
Jul-15	225	188	195	3,128	19,405	3,990	19

INAF Indofarma (Persero) Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Public Accountant : Husni, Mucharam & Rasidi

Book End : December

BALANCE SHEET	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
(Million Rp except Par Value)					
Cash & Cash Equivalents	120,918	133,417	194,903	121,432	135,755
Receivables	132,470	161,953	248,475	285,553	208,246
Inventories	159,253	193,442	161,342	236,417	216,407
Current Assets	582,662	706,558	777,629	848,840	782,888
Fixed Assets	96,937	342,984	339,196	367,913	394,585
Other Assets	27,316	-	9,009	8,582	8,221
Total Assets	733,958	1,114,902	1,188,619	1,294,511	1,248,343
Growth (%)		51.90%	6.61%	8.91%	-3.57%

Current Liabilities	375,536	459,404	369,864	670,903	600,566
Long Term Liabilities	47,154	46,304	168,653	32,815	55,814
Total Liabilities	422,690	505,708	538,517	703,717	656,380
Growth (%)		19.54%	6.49%	30.68%	-6.73%

Authorized Capital	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Paid up Capital	309,927	309,927	309,927	309,927	309,927
Paid up Capital (Shares)	3,099	3,099	3,099	3,099	3,099
Par Value	100	100	100	100	100
Retained Earnings	-75,760	20,821	61,729	2,420	3,587
Total Equity	311,267	609,194	650,102	590,793	591,963
Growth (%)		95.71%	6.72%	-9.12%	0.20%

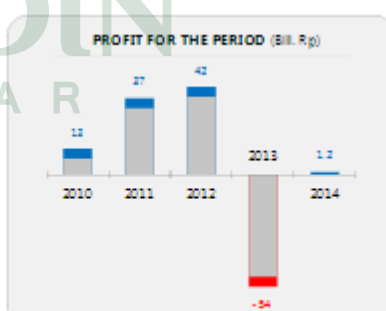
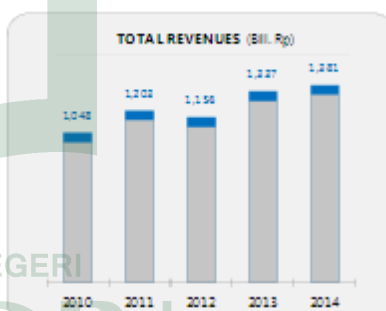
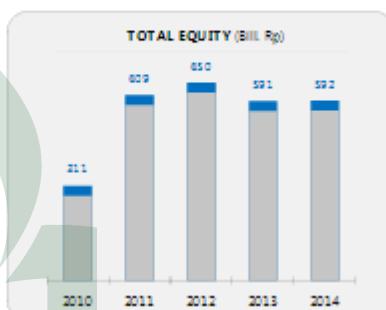
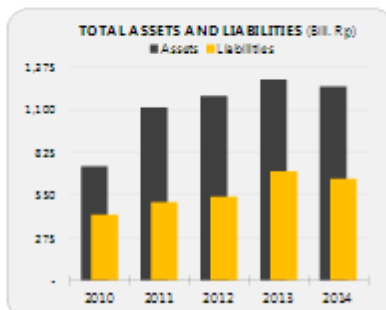
INCOME STATEMENTS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Total Revenues	1,047,918	1,203,487	1,156,050	1,337,498	1,381,437
Growth (%)		14.84%	-3.94%	15.70%	3.29%

Cost of Revenues	729,454	807,283	788,155	999,931	1,069,010
Gross Profit	318,464	396,184	367,895	337,567	312,426
Expenses (Income)	262,017	304,226	284,587	369,873	266,082
Operating Profit	56,448	91,959	83,309	-32,306	46,344
Growth (%)		62.91%	-9.41%	N/A	N/A

Other Income (Expenses)	-36,039	-6,756	-21,577	-30,727	-38,943
Income before Tax	20,409	55,203	61,732	-63,033	7,402
Tax	7,862	18,283	19,347	-8,810	6,237
Profit for the period	12,547	36,919	42,385	-54,223	1,165
Growth (%)		194.26%	14.80%	N/A	N/A

Period Attributable			42,385	-54,222	1,165
Comprehensive Income	12,547	36,919	42,385	-54,223	1,165
Comprehensive Attributable			-	-54,222	1,165

RATIOS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Current Ratio (%)	155.15	153.60	210.25	126.52	130.36
Dividend (Rp)	-	-	1.37	-	-
EPS (Rp)	-	-	13.68	-17.50	0.38
BV (Rp)	100.43	196.56	209.76	190.62	191.00
DAR (%)	0.58	0.45	0.45	0.54	0.53
DER (%)	1.36	0.83	0.83	1.19	1.11
ROA (%)	1.71	3.31	3.57	-4.19	0.09
ROE (%)	4.03	6.06	6.52	-9.18	0.20
GPM (%)	30.39	32.92	31.82	25.24	22.62
OPM (%)	5.39	7.64	7.21	-2.42	3.35
NPM (%)	1.20	3.07	3.67	-4.05	0.08
Payout Ratio (%)	-	-	10.02	-	-
Yield (%)	-	-	0.42	-	-



PYFA Pyridam Farma Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JULY 2015

Development Board

Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)

Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

As of 31 July 2015

Individual Index : 121.520

Listed Shares : 535,080,000

Market Capitalization : 66,349,920,000

COMPANY HISTORY

Established Date : 27-Nov-1976

Listing Date : 16-Oct-2001

Under Writer IPO :

PT Trimegah Securities

PT Kresna Graha Sekurindo

Securities Administration Bureau :

PT Sinartama Gunita

Sinar Mas Land Plaza Menara 19th Fl

Jln. M.H. Thamrin No. 51 Jakarta 10350

Phone : (021) 392-2332

Fax : (021) 392-3003

SHAREHOLDERS (July 2015)

1. PT Pyridam Internasional	288,119,974	53.85%
2. Ny. Rani Tjandra	61,740,000	11.54%
3. Sarki Kosasih	61,740,000	11.54%
4. Public (<5%)	123,480,026	23.08%

DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	pjt
2001	1.67	04-Nov-02	05-Nov-02	07-Nov-02	21-Nov-02	F	
2001	1.67	04-Nov-02	05-Nov-02	07-Nov-02	21-Nov-02	F	
2002	500:14.5	04-Nov-02	05-Nov-02	07-Nov-02	21-Nov-02	S	

BOARD OF COMMISSIONERS

1. Sarki Kosasih
 2. Lianny Suraja *)
 3. Linda Kosasih
- *) Independent Commissioners

ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	120,000,000	16-Oct-01	16-Oct-01
2.	Company Listing	400,000,000	16-Oct-01	27-May-02
3.	Stock Dividen	15,080,000	21-Nov-02	21-Nov-02

BOARD OF DIRECTORS

1. Michael Handoko Boedi Soetrisno
2. Herman Oslan
3. Indrawati Kosasih

AUDIT COMMITTEE

1. Lianny Suraja
2. Dominique Razafindrambinina
3. Ridwan Aksama

CORPORATE SECRETARY

Steven A.A. Setiawan

HEAD OFFICE

Jln. Kemendora n VIII No.16

Jakarta 12210

Phone : (021) 530-7551, 530-7552

Fax : (021) 532-9049, 533-1651

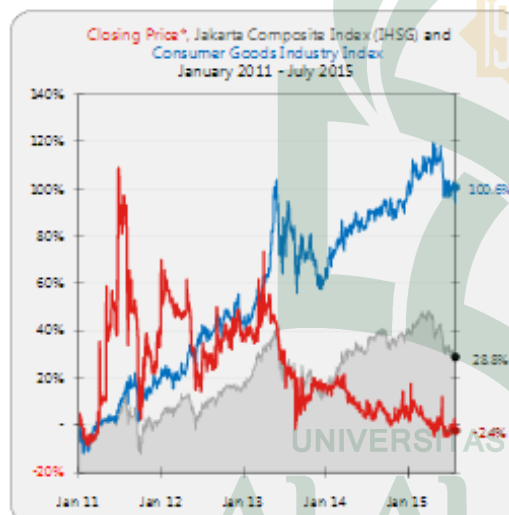
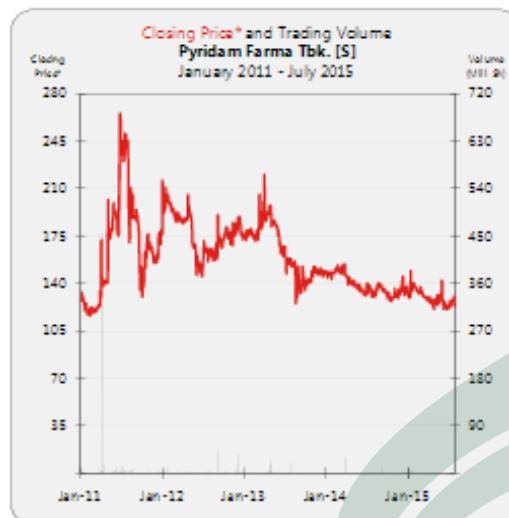
Homepage :

Email : steven@pyridam.com
info@pyridam.com

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI

ALAUDDIN
MAKASSAR

PYFA Pyridam Farma Tbk. [S]



SHARES TRADED	2011	2012	2013	2014	Jul-15
Volume (Million Sh.)	2,650	478	657	134	110
Value (Billion Rp)	546	97	128	20	16
Frequency (Thou. X)	187	51	89	20	45
Days	247	240	239	237	137
Price (Rupiah)					
High	325	255	230	168	162
Low	115	142	120	133	118
Close	176	177	147	135	124
Close*	176	177	147	135	124
PER (X)	18.21	17.84	12.70	127.16	24.55
PER Industry (X)	16.22	19.75	15.98	24.22	14.32
PBV (X)	1.14	1.08	0.84	0.77	0.68

* Adjusted price after corporate action

Month	Closing Price			Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)	Day
	High	Low	Close				
Jan-11	138	117	120	2,697	36,229	4,729	21
Feb-11	127	115	118	3,100	28,908	3,565	18
Mar-11	135	118	128	1,090	28,201	3,172	23
Apr-11	200	128	140	62,368	880,664	145,108	20
May-11	270	140	193	68,578	879,041	194,568	21
Jun-11	325	173	260	17,001	441,019	113,119	20
Jul-11	270	225	240	8,920	170,249	42,120	21
Aug-11	245	180	190	6,858	86,405	17,031	19
Sep-11	200	126	152	1,522	14,421	2,566	20
Oct-11	182	126	176	7,551	51,315	8,480	21
Nov-11	179	152	157	1,066	7,275	1,213	22
Dec-11	184	153	176	6,435	58,782	10,154	21

Jan-12	255	175	199	24,921	217,872	48,443	21
Feb-12	205	187	187	1,026	7,899	1,554	21
Mar-12	195	182	185	728	7,436	1,410	21
Apr-12	220	183	197	2,112	28,738	5,704	20
May-12	197	157	157	849	8,487	1,559	21
Jun-12	161	142	150	232	1,741	266	19
Jul-12	180	146	162	2,732	17,057	2,896	22
Aug-12	176	155	158	305	2,104	371	17
Sep-12	198	157	171	11,893	87,139	16,204	19
Oct-12	186	169	171	1,467	15,638	2,785	22
Nov-12	196	165	178	2,445	34,391	6,394	20
Dec-12	205	172	177	2,487	49,884	9,601	17

Jan-13	187	172	180	684	5,701	1,026	21
Feb-13	183	171	179	315	2,008	349	18
Mar-13	225	172	200	15,317	107,099	21,777	19
Apr-13	230	184	196	28,664	242,077	51,830	22
May-13	200	180	180	17,653	108,859	21,003	22
Jun-13	183	158	166	492	5,909	996	19
Jul-13	178	147	155	3,704	25,084	4,199	23
Aug-13	158	120	152	1,880	11,296	1,621	17
Sep-13	172	130	135	17,654	124,142	19,992	21
Oct-13	156	135	149	2,296	16,480	2,379	21
Nov-13	155	142	148	672	7,008	1,045	19
Dec-13	151	143	147	137	1,243	183	17

Jan-14	150	141	147	243	864	127	19
Feb-14	153	144	151	360	2,662	397	20
Mar-14	168	144	146	6,911	39,714	6,329	20
Apr-14	151	138	140	517	3,717	529	20
May-14	143	132	139	542	2,090	288	18
Jun-14	137	129	133	354	1,680	225	20
Jul-14	141	127	130	546	4,104	548	17
Aug-14	140	127	138	421	2,242	305	20
Sep-14	143	129	132	6,564	15,144	2,079	21
Oct-14	138	129	129	208	1,721	220	22
Nov-14	143	128	133	1,293	10,917	1,476	20
Dec-14	168	130	135	10,518	49,118	7,175	20

Jan-15	162	128	137	24,214	65,839	9,748	21
Feb-15	144	130	137	3,064	6,804	929	18
Mar-15	142	125	129	3,910	6,437	871	22
Apr-15	130	118	124	270	1,772	222	20
May-15	134	124	129	2,445	6,163	801	17
Jun-15	147	118	121	10,764	20,156	2,767	21
Jul-15	136	119	124	378	2,498	319	18

PYFA Pyridam Farma Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Public Accountant : Tanubrata Sutanto Fahmi & Rekan (Member of BDO International Limited)

Book End : December

BALANCE SHEET	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
(Million Rp except Par Value)					
Cash & Cash Equivalents	3,848	4,821	5,343	7,567	2,026
Receivables	20,587	24,058	30,568	30,274	30,448
Inventories	21,334	20,523	25,147	35,867	32,258
Current Assets	47,074	61,889	68,888	74,974	78,078
Fixed Assets	52,827	61,889	66,154	97,554	91,716
Other Assets	-	-	-	-	-
Total Assets	100,587	118,034	135,850	175,119	172,797
Growth (%)		17.34%	15.09%	28.91%	-1.36%

Current Liabilities	15,645	24,367	28,420	48,786	47,995
Long Term Liabilities	7,716	11,270	19,724	32,432	28,183
Total Liabilities	23,362	35,636	48,144	81,218	76,178
Growth (%)		52.54%	35.10%	68.70%	-6.21%

Authorized Capital	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
Paid up Capital	53,508	53,508	53,508	53,508	53,508
Paid up Capital (Shares)	535	535	535	535	535
Par Value	100	100	100	100	100
Retained Earnings	21,652	26,824	32,132	38,328	40,986
Total Equity	77,225	82,397	87,705	93,901	96,589
Growth (%)		6.70%	6.44%	7.06%	2.83%

INCOME STATEMENTS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Total Revenues	140,858	151,004	176,751	192,556	222,302
Growth (%)		7.27%	16.97%	8.95%	15.45%

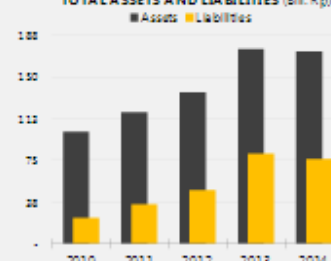
Cost of Revenues	51,083	49,501	61,056	62,125	80,959
Gross Profit	89,775	101,503	115,695	130,430	141,343
Expenses (Income)	84,117	94,588	106,777	121,930	-
Operating Profit	5,658	7,005	8,938	-	-
Growth (%)		23.80%	27.03%	-100.00%	-

Other Income (Expenses)	-20	81	-926	-	-137,136
Income before Tax	5,638	7,086	7,972	8,500	4,207
Tax	1,439	1,913	-2,664	2,304	1,549
Profit for the period	4,199	5,172	5,308	6,196	2,658
Growth (%)		23.17%	2.63%	16.72%	-57.11%

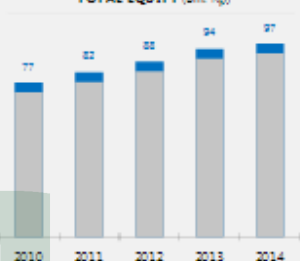
Period Attributable			5,308	6,196	2,658
Comprehensive Income	4,199	5,172	5,308	6,196	2,658
Comprehensive Attributable	-	-	-	6,196	2,658

RATIOS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
Current Ratio (%)	300.88	259.99	241.34	159.68	162.68
Dividend (Rp)	-	-	-	-	-
BPS (Rp)	-	-	9.02	11.88	4.97
BV (Rp)	144.32	155.99	163.91	175.42	180.46
DAR (%)	0.23	0.30	0.35	0.46	0.44
DER (%)	0.30	0.43	0.55	0.86	0.79
ROA (%)	4.17	4.38	3.91	3.54	1.54
ROE (%)	5.44	6.28	6.05	6.60	2.75
GPM (%)	63.73	67.24	65.45	67.74	63.58
OPM (%)	4.02	4.64	5.03	-	-
NPM (%)	2.98	3.42	3.00	3.22	1.20
Payout Ratio (%)	-	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-	-

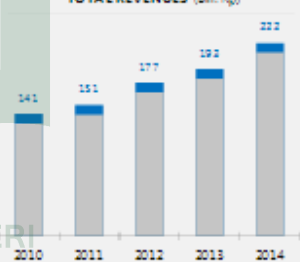
TOTAL ASSETS AND LIABILITIES (Bill. Rp)



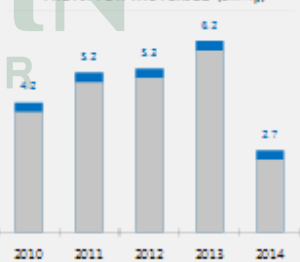
TOTAL EQUITY (Bill. Rp)



TOTAL REVENUES (Bill. Rp)



PROFIT FOR THE PERIOD (Bill. Rp)



TSPC Tempo Scan Pacific Tbk. [S]

COMPANY REPORT : JANUARY 2015

As of 30 January 2015

Main Board
Industry Sector : Consumer Goods Industry (5)
Industry Sub Sector : Pharmaceuticals (53)

Individual Index : 472.740
Listed Shares : 4,500,000,000
Market Capitalization : 11,925,000,000,000



COMPANY HISTORY

Established Date : 20-May-1970
Listing Date : 17-Jun-1994

Under Writer IPO :

PT Gajah Tunggal DBS Securities
Securities Administration Bureau :
PT Blue Chip Mulia

Bina Mulia Building 1, 4th Fl.
Jln. H.R. Rasuna Said Kav. 10, Jakarta 12950
Phone : (021) 520-1928, 1983, 1993, 1989
Fax : (021) 520-1924

BOARD OF COMMISSIONERS

1. Dian Paramita Tamzil
2. Kustantinah *)
3. Olga Ashijati Adjiputro Wijaya *)
4. Julian Aldrin Pasha *)

*) Independent Commissioners

BOARD OF DIRECTORS

1. Handoko Salamat Muljadi
2. Avasika Diah Respati H.
3. Suryadi Nagawiguna
4. Uza Prasodjo
5. Hartaty Susanto
6. Diana Wirawan
7. Dewi Murni Sukahar
8. Irawati Sutanto
9. Phillips Gunawan
10. Johannes Ivan Pradjanata
11. Dondi Sapto Margono

AUDIT COMMITTEE

1. Kustantinah
2. Olga Ashijati Adjiputro Wijaya
3. Theo Budi Hartlandi

CORPORATE SECRETARY

Monica

HEAD OFFICE

Tempo Scan Tower Building
Jln.HR. Rasuna Said Kav. 3-4
Jakarta 12950
Phone : (021) 292-18888
Fax : (021) 292-09999

Homepage : investorrelation@thetempogroup.com
Email :

SHAREHOLDERS (January 2015)

1. Bogamulia Nagadi	3,488,793,318	77.53%
2. Public (< 5%)	1,011,206,682	22.47%

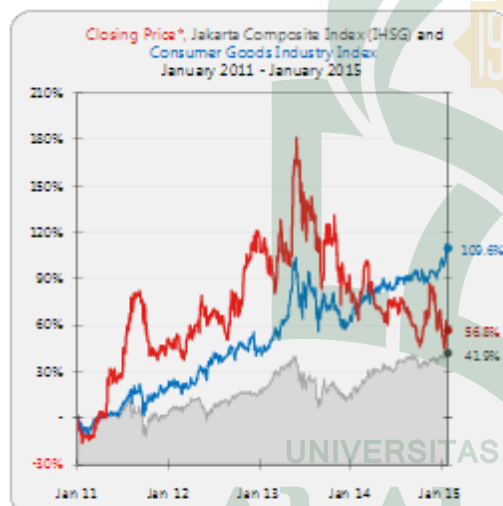
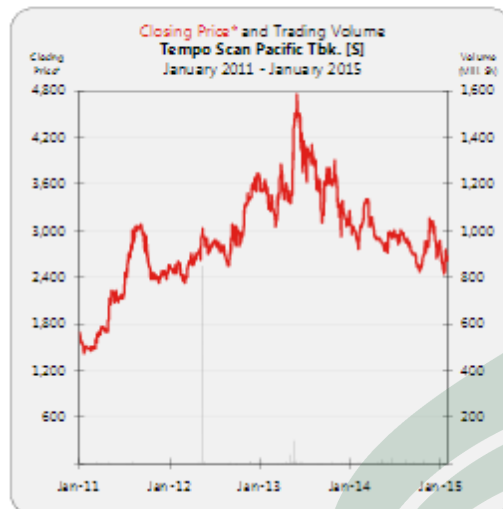
DIVIDEND ANNOUNCEMENT

Year	Bonus Shares	Cash Dividend	Cum Date	Ex Date	Recording Date	Payment Date	F/T
1994		60.00	09-Sep-94	12-Sep-94	19-Sep-94	19-Oct-94	I
1994		65.00	18-Apr-95	19-Apr-95	26-Apr-95	26-May-95	I
1995		50.00	13-Sep-95	14-Sep-95	22-Sep-95	20-Oct-95	I
1995		50.00	17-Jul-96	18-Jul-96	26-Jul-96	23-Aug-96	F
1996		50.00	20-Sep-96	23-Sep-96	01-Oct-96	30-Oct-96	I
1996		50.00	10-Jul-97	11-Jul-97	22-Jul-97	20-Aug-97	F
1998		25.00	27-May-99	28-May-99	08-Jun-99	08-Jul-99	F
1999		50.00	02-Aug-00	03-Aug-00	11-Aug-00	16-Aug-00	F
2000		150.00	20-Jun-01	21-Jun-01	28-Jun-01	16-Jul-01	F
2001		100.00	29-Oct-01	30-Oct-01	06-Nov-01	22-Nov-01	I
2001		300.00	18-Jun-02	19-Jun-02	26-Jun-02	08-Jul-02	F
2002		400.00	03-Jul-03	04-Jul-03	08-Jul-03	22-Jul-03	F
2003		150.00	05-Mar-04	08-Mar-04	10-Mar-04	25-Mar-04	I
2003		250.00	21-Jul-04	22-Jul-04	25-Jul-04	09-Aug-04	F
2005		400.00	21-Jul-05	22-Jul-05	26-Jul-05	09-Aug-05	F
2005		300.00	21-Jul-06	24-Jul-06	26-Jul-06	09-Aug-06	F
2006		25.00	23-May-07	24-May-07	28-May-07	11-Jun-07	I
2007		25.00	28-Jul-08	29-Jul-08	01-Aug-08	15-Aug-08	F
2008		35.00	10-Sep-08	11-Sep-08	15-Sep-08	25-Sep-08	I
2008		15.00	22-Jun-09	23-Jun-09	25-Jun-09	09-Jul-09	F
2008		25.00	31-Aug-09	01-Sep-09	03-Sep-09	17-Sep-09	F
2009		35.00	02-Sep-10	03-Sep-10	07-Sep-10	28-Sep-10	F
2010		30.00	04-Nov-10	05-Nov-10	09-Nov-10	24-Nov-10	I
2010		30.00	04-Nov-10	05-Nov-10	09-Nov-10	24-Nov-10	I
2010		40.00	03-Aug-11	04-Aug-11	08-Aug-11	23-Aug-11	F
2011		75.00	12-Jul-12	13-Jul-12	17-Jul-12	31-Jul-12	F
2012		75.00	05-Jul-13	08-Jul-13	10-Jul-13	24-Jul-13	F
2013		75.00	24-Jul-14	25-Jul-14	05-Aug-14	19-Aug-14	F

ISSUED HISTORY

No.	Type of Listing	Shares	Listing Date	Trading Date
1.	First Issue	17,500,000	17-Jun-94	17-Jun-94
2.	Company Listing	57,500,000	17-Jun-94	24-Jan-95
3.	Stock Split	75,000,000	13-Nov-95	13-Nov-95
4.	Right Issue	300,000,000	09-Feb-98	09-Feb-98
5.	Stock Split	4,050,000,000	14-Sep-06	14-Sep-06

TSPC Tempo Scan Pacific Tbk. [S]



SHARES TRADED	2011	2012	2013	2014	Jan-15
Volume (Million Sh.)	151	3,280	826	416	45
Value (Billion Rp)	320	3,418	1,914	1,198	115
Frequency (Thou. X)	13	36	27	53	8
Days	245	242	244	242	21

Price (Rupiah)	2011	2012	2013	2014	2015
High	3,150	3,725	4,950	3,450	2,850
Low	1,420	2,300	2,850	2,440	2,445
Close	2,550	3,725	3,250	2,865	2,650
Close*	2,550	3,725	3,250	2,865	2,650

PER (X)	19.61	26.05	23.05	17.66	16.34
PER Industry (X)	16.22	19.75	15.98	24.22	25.21
PBV (X)	3.77	5.00	3.79	3.15	2.92

TRADING ACTIVITIES							
Month	Closing Price			Freq. (X)	Volume (Thou. Sh.)	Value (Million Rp)	Day
	High	Low	Close				
Jan-11	1,710	1,420	1,490	607	15,755	22,712	21
Feb-11	1,500	1,430	1,500	181	679	991	17
Mar-11	1,750	1,450	1,750	1,604	23,990	38,330	23
Apr-11	1,880	1,650	1,840	1,036	10,915	19,288	20
May-11	2,225	1,840	2,225	2,414	33,391	69,786	21
Jun-11	2,225	2,000	2,175	746	7,992	16,870	20
Jul-11	2,775	2,100	2,750	2,247	17,543	48,332	21
Aug-11	3,150	2,525	3,050	1,671	15,687	45,769	19
Sep-11	3,100	2,800	2,925	463	3,031	8,908	19
Oct-11	2,775	2,200	2,450	988	12,908	31,243	21
Nov-11	2,450	2,250	2,450	507	3,259	7,727	22
Dec-11	2,550	2,300	2,550	644	6,334	15,369	21
Jan-12	2,550	2,400	2,550	306	2,841	7,040	21
Feb-12	2,600	2,300	2,425	335	5,120	12,797	19
Mar-12	2,700	2,300	2,700	744	8,803	22,277	21
Apr-12	2,750	2,500	2,725	621	6,999	18,484	19
May-12	3,125	2,625	2,875	2,057	903,692	2,412,865	21
Jun-12	2,900	2,650	2,850	2,349	46,815	130,655	21
Jul-12	2,900	2,700	2,775	961	28,274	80,079	22
Aug-12	2,800	2,425	2,625	999	16,487	43,506	18
Sep-12	3,100	2,600	3,050	2,386	28,739	83,673	20
Oct-12	3,250	2,775	3,225	2,151	50,145	148,197	22
Nov-12	3,550	3,225	3,550	1,104	72,123	242,423	20
Dec-12	3,725	3,375	3,725	1,524	60,437	215,994	18
Jan-13	3,725	3,425	3,550	1,206	28,269	99,577	21
Feb-13	3,550	3,100	3,225	1,310	24,084	79,779	20
Mar-13	3,550	3,000	3,550	2,644	47,156	151,844	19
Apr-13	3,550	3,250	3,400	1,783	43,238	151,395	22
May-13	4,950	3,325	4,750	4,855	199,513	771,890	22
Jun-13	4,600	3,750	4,150	2,780	45,968	196,364	19
Jul-13	4,225	3,550	4,100	1,400	12,851	50,922	23
Aug-13	4,025	3,250	3,650	1,046	8,105	29,405	17
Sep-13	3,600	3,050	3,300	2,580	10,187	33,552	21
Oct-13	3,600	3,550	3,600	1,723	34,784	119,516	21
Nov-13	3,600	2,850	3,325	4,529	39,277	129,023	20
Dec-13	3,375	3,050	3,250	1,630	32,081	100,510	19
Jan-14	3,200	2,850	2,900	4,496	13,733	41,168	20
Feb-14	3,370	2,745	3,340	5,004	41,227	124,974	20
Mar-14	3,450	3,020	3,170	3,689	29,825	95,043	20
Apr-14	3,250	2,865	2,900	5,803	34,939	103,130	20
May-14	2,900	2,700	2,770	5,306	53,608	152,574	18
Jun-14	3,015	2,710	3,000	3,148	48,222	141,984	21
Jul-14	3,000	2,800	3,000	3,677	14,726	42,783	18
Aug-14	3,000	2,750	2,850	5,880	41,130	118,450	20
Sep-14	2,845	2,480	2,530	4,165	33,092	88,723	22
Oct-14	2,850	2,440	2,650	2,478	59,149	156,796	23
Nov-14	3,260	2,655	3,100	3,942	23,238	67,604	20
Dec-14	3,250	2,645	2,865	4,942	23,105	64,552	20
Jan-15	2,850	2,445	2,650	8,139	44,530	114,935	21

TSPC Tempo Scan Pacific Tbk. [S]

Financial Data and Ratios

Public Accountant : Tanubrata Sutanto Fahmi & Rekan (Member of BDO International Limited)

Book End : December

BALANCE SHEET	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Sep-14
(Million Rp, except Par Value)					
Cash & Cash Equivalents	1,398,375	1,608,819	1,651,451	1,792,222	1,290,183
Receivables	554,769	636,537	745,771	960,837	828,308
Inventories	595,461	726,343	764,579	1,000,694	1,047,026
Current Assets	2,642,066	3,121,980	3,399,778	3,991,116	3,649,977
Fixed Assets	760,788	886,135	1,000,822	1,203,852	1,485,352
Other Assets	80,097	137,792	-	136,605	169,454
Total Assets	3,880,906	4,204,374	4,632,988	5,407,968	5,416,570
Growth (%)		18.41%	9.00%	16.73%	0.16%

Current Liabilities	784,353	1,011,653	1,097,135	1,347,466	1,116,121
Long Term Liabilities	160,510	191,786	182,694	197,540	212,283
Total Liabilities	944,863	1,204,439	1,279,829	1,545,006	1,328,404
Growth (%)		27.47%	6.26%	20.72%	-14.02%

Authorized Capital	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Paid up Capital	225,000	225,000	225,000	225,000	225,000
Paid up Capital (Shares)	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
Par Value	50	50	50	50	50
Retained Earnings	2,178,868	2,864,917	2,855,367	3,182,490	3,862,204
Total Equity	2,604,104	3,045,936	3,353,159	3,862,962	4,088,166
Growth (%)		16.97%	10.09%	15.20%	5.89%

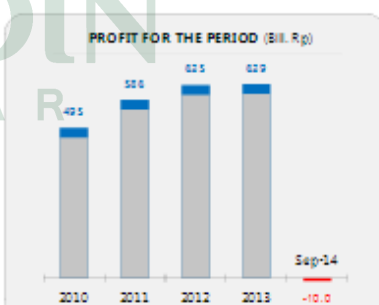
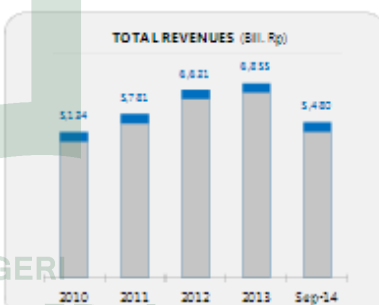
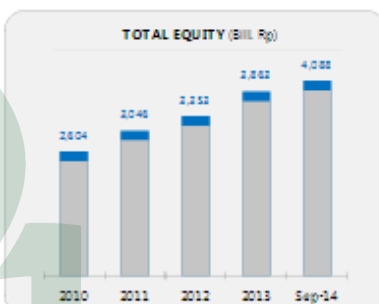
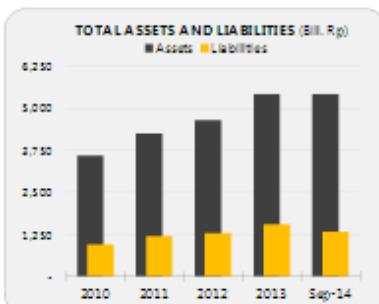
INCOME STATEMENTS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Sep-14
Total Revenues	5,134,242	5,780,664	6,630,810	6,884,889	5,480,264
Growth (%)		12.59%	14.71%	3.88%	-18.89%

Cost of Revenues	3,239,912	3,580,621	4,142,489	4,135,087	3,338,093
Gross Profit	1,894,330	2,200,043	2,488,321	2,749,803	2,142,231
Expenses (Income)	1,303,335	1,537,224	1,746,114	1,962,257	1,540,696
Operating Profit	590,995	662,819	742,207	787,546	601,535
Growth (%)		12.15%	11.98%	2.07%	-17.71%

Other Income (Expenses)	38,497	77,281	70,173	72,390	-
Income before Tax	629,493	740,100	812,380	859,936	-8,717
Tax	134,732	153,738	177,204	191,400	-1,269
Profit for the period	494,761	586,362	635,176	668,536	-9,986
Growth (%)		18.51%	8.32%	0.53%	-1.48%

Period Attributable	-	-	635,176	668,536	-9,986
Comprehensive Income	488,889	585,309	643,568	674,147	-9,986
Comprehensive Attributable	-	-	-	670,234	-9,986

RATIOS	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Sep-14
Current Ratio (%)	336.85	308.30	309.33	296.19	327.02
Dividend (Rp)	100.00	75.00	75.00	75.00	-
EPS (Rp)	-	-	141.13	141.03	-2.22
BV (Rp)	578.69	676.87	745.15	858.43	908.48
DAR (%)	0.26	0.28	0.28	0.29	0.25
DER (%)	0.36	0.40	0.38	0.40	0.32
ROA (%)	13.78	13.80	13.71	11.81	-0.18
ROE (%)	19.00	19.25	18.94	16.53	-0.24
GPM (%)	36.90	38.06	37.53	39.68	39.09
OPM (%)	11.51	11.47	11.19	11.05	10.98
NPM (%)	9.64	10.14	9.58	9.32	-0.18
Payout Ratio (%)	-	-	53.13	53.18	-
Yield (%)	5.85	2.94	2.01	2.31	-



DAFTAR RIWAYAT HIDUP



ERNA, lahir di Talaga, Kecamatan Lappariaja, Kab.Bone pada tanggal 29 September 1994. Anak dari pasangan Anwar dan Hj.Rosma. Penulis merupakan Anak Pertama dari 2 bersaudara.

Tahun 2000 memulai pendidikan di SD Inpres 12/79 Liliriattang, kemudian pada tahun 2006 melanjutkan ke SMP Negeri 3 Lappariaja dan lulus pada tahun 2009. Pada tahun yang sama melanjutkan di SMA Negeri 1 Lappariaja dan lulus pada tahun 2012.

Tahun 2012 lanjut ke Perguruan Tinggi di Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar, pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Jurusan Manajemen Peminatan *Financial Management* melalui jalur UMM-Tertulis. Penulis pun aktif di berbagai Organisasi Ekstra dan Intra kampus. Penulis pada Tahun 2012 bergabung di KEPMI-BONE KOM. LATENRIRUWA. Dan penulis bergabung di KOPMA (Koperasi Mahasiswa) UIN ALAUDDIN MAKASSAR pada tahun 2013. Selain itu, penulis bergabung di organisasi HIPMI (Himpunan Pengusaha Mahasiswa Indonesia) CABANG GOWA pada tahun 2015

Tahun 2016 melaksanakan salah satu Tri Darma Perguruan Tinggi yaitu, Kuliah Kerja Nyata di Desa Lembang, Kec. Kajang, Kab. Bulukumba. Dan akhirnya penulis dapat menyelesaikan program studinya selama kurang lebih 4 tahun dengan mencapai IPK 3,45.